UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
SETOR DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
MESTRADO EM CONTABILIDADE
ÁREA DE CONCENTRAÇÃO: CONTABILIDADE E FINANÇAS

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

O CONTEÚDO INFORMACIONAL DO RELATÓRIO DA ADMINISTRAÇÃO E O DESEMPENHO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DO IBOVESPA

SONIA RAIFUR KOS

CURITIBA
2011

SONIA RAIFUR KOS

O CONTEÚDO INFORMACIONAL DO RELATÓRIO DA ADMINISTRAÇÃO E O DESEMPENHO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DO IBOVESPA

Dissertação apresentada como requisito parcial à obtenção do grau de mestre. Programa de mestrado em Contabilidade do Setor de Ciências Sociais aplicadas da Universidade Federal do Paraná

Orientadora: Profa. Dra Márcia Maria dos Santos Bortolocci Espejo

CURITIBA

2011

"O CONTEÚDO INFORMACIONAL DO RELATÓRIO DA ADMINISTRAÇÃO E O DESEMPENHO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DO IBOVESPA"

ESTA DISSERTAÇÃO FOI JULGADA ADEQUADA PARA A OBTENÇÃO DO TÍTULO DE **MESTRE EM CONTABILIDADE** (AREA DE CONCENTRAÇÃO: CONTABILIDADE E FINANÇAS), E APROVADA EM SUA FORMA FINAL PELO PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTABILIDADE DA UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ.

PROF.ª DR.ª MÁRCIA MARIA DOS SANTOS BORTOLOCCI ESPEJO
COORDENADORA DO PROGRAMA DE MESTRADO EM CONTABILIDADE

APRESENTADA À COMISSÃO EXAMINADORA INTEGRADA PELOS PROFESSORES:

PROF.ª DR.ª MÁRCIA MARIA DOS SANTOS BORTOLOCCI ESPEJO
PRESIDENTE

PROF. DR. MARCOS WAGNER DA FONSECA
MEMBRO

PROF. DR. PEDRO JOSÉ STEINER NETO
MEMBRO

Catalogação na Publicação
Biblioteca Central da UNICENTRO, Campus Guarapuava

Kos, Sonia Raifur
K86c O conteúdo informacional do relatório da administração e o desempenho das empresas brasileiras do Ibovespa / Sonia Raifur Kos. – – Curitiba, 2011
xiii, 155 f. : il. ; 28 cm

Dissertação (mestrado) - Universidade Federal do Paraná, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Mestrado em Contabilidade, área de concentração em Contabilidade e Finanças, 2011
Orientadora: Márcia Maria dos Santos Bortolocci Espejo

Bibliografia

1. Contabilidade. 2. Administração. 3. Enfoque informacional. 4. Governança corporativa. I. Título. II. Mestrado em Contabilidade.

CDD 657.3

Ao meu marido Efraim e aos meus filhos
Ingridy Laura e João Vitor.
Ao meu irmão Luiz.

AGRADECIMENTOS

Acima de tudo, agradeço a Deus por essa oportunidade e por tudo mais que tem me proporcionado nos últimos 36 anos.

À minha família: Efraim, meu marido pela compreensão e por ter cuidado de tudo para que eu pudesse realizar esse projeto. Ingridy Laura e João Vitor, por terem entendido minha ausência e por vocês existirem na minha vida. Ao meu irmão Léo, pessoa fundamental em todo esse processo, do início ao fim, sem você eu não teria conseguido, obrigadíssima! Ao meu irmão Luiz, pelo exemplo de superação e força de vontade. À minha irmã Salete e meu cunhado Miguel, pela delicadeza e extrema receptividade. Aos meus outros irmãos Marcio, Manoel, José Natal e Maria Simoni meu agradecimento pelo incentivo. E finalmente a minha mãe Natália, mulher guerreira, ser humano admirável, muito obrigada por tudo.

Um sincero agradecimento a professora doutora Márcia Maria dos Santos Bortolocci Espejo pela orientação. Sempre irei lembrar das nossas conversas, nas quais você sempre deixou claro que acreditava muito no meu potencial. Por tudo isso, ouso dizer que construímos não somente uma relação de ensino-aprendizagem mas também uma relação de amizade.

Aos colegas do mestrado, por todos os momentos de estudo, conversa, risadas e por tudo que vivemos nesse período. Dos momentos de intensa discussão de artigos até as animadas conversas a caminho do RU. A Raquel, minha grande amiga, com quem compartilhei todos os sentimentos dessa caminhada, você sempre estará comigo em minha memória. A Leila, pessoa agradável e muito elegante que nos brindou com sua experiência a carinho. Ao meu amigo Marcelinho, que sempre me auxiliou nas minhas buscas. Ao Nilson, companheiro das adoráveis brincadeiras. Claudinei, parceiro e sempre presente. Marcelão e Jocelino, que orgulho ter vocês como colegas. E o agora, Sr Ricardo, o mais ágil e objetivo da turma. E por fim, Anderson e Flavio, um pouco distantes, mas não menos especiais.

Aos professores Ademir Clemente, Ana Paula Mussi Cherobin, Luciano Scherer e Pedro Steiner Neto pelas valiosas aulas. Aprendi muito com todos vocês. Ao professor Lauro Brito de Almeida pelas animadas conversas na sala de estudos.

A Fundação Araucária pelo apoio financeiro dado nesse período, à Universidade Federal do Paraná, pela oferta do curso, gratuito e de excepcional qualidade e à Universidade Estadual do Centro-Oeste – UNICENTRO pelo apoio nesse projeto.

“Os mais belos pensamentos não são
nada sem as obras.”

Santa Terezinha do Menino Jesus

RESUMO

A divulgação de informações contábeis tem papel fundamental no funcionamento do mercado de capitais. Os escândalos envolvendo grandes corporações como Enron, Tyco, Worldcom, Parmalat entre outras, tornaram mais frágil um dos alicerces indispensáveis no relacionamento entre a empresa e o investidor: a credibilidade. O objetivo desse estudo é verificar se existe alteração no enfoque das informações apresentadas no Relatório da Administração, em virtude de variação no desempenho da empresa, bem como identificar o comportamento da informação entre empresas considerando os níveis diferenciados de Governança Corporativa. A presente pesquisa utiliza como teoria que sustenta o estudo, tanto a Teoria da Divulgação preconizada por Verrecchia (2001), mais especificamente na categoria de pesquisa de divulgação baseada em julgamento, quanto a Teoria dos Jogos mencionada por Dye (2001). O enfoque informacional, variável dependente do estudo, foi construído por meio da análise de conteúdo, a qual identificou dez enfoques: Operacional, Fluxo de Caixa, Resultado, Faturamento, Conjuntura Econômica, Mercado, Responsabilidade Social e Ambiental, Governança Corporativa, Tecnologia e Fontes e Usos de Recursos. O desempenho, variável independente, foi calculado por meio sete indicadores sugeridos por Lyra e Corrar (2009), Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido, Rentabilidade sobre o Ativo, Liquidez Corrente, Endividamento, Crescimento das Vendas, Margem Líquida e Giro do Ativo. Quatro hipóteses foram definidas. Se existe relação entre indicadores de desempenho e os enfoques operacionais do RA; Se o enfoque informacional do RA se altera em função de Melhor e Pior Desempenho; Se existe variação no enfoque informacional do RA em empresas com e sem Governança Corporativa: e se existe variação no enfoque informacional do RA entre os níveis de Governança Corporativa. Por meio da Regressão com Dados em Painel as hipóteses foram testadas e de acordo com a análise dos dados, todas foram confirmadas.

Palavras-chave: Relatório da Administração; Enfoque Informacional; Desempenho e Governança Corporativa.

ABSTRACT

Accounting information disclosure has a key role in the capital market's operation. The scandals involving large corporations like Enron, Tyco, Worldcom, Parmalat among others, have become more fragile one of the foundations that are essential in the relationship between the company and the investor: credibility. The goal of this study is to verify if there is change in focus of the information submitted in the report of the Administration, following variations in performance of the company, as well as to identify the behavior of information between companies considering differentiated corporate governance levels. This research uses as theory that supports this study, both the Disclosure theory advocated by Verrecchia (2001), more specifically in the disclosure research's category based on judgment, as the game theory mentioned by Dye (2001). The informational approach, the dependent variable of the study, was built through the technique of content analysis, which has identified ten approaches: operational, cash flow, Result, revenue, general economic, market, Social and environmental responsibility, corporate governance, technology, sources and uses of those resources. Performance' measures, considered the independent variables of our study, was calculated through seven ratios suggested by Lyra and Corrar (2009): return on equity, return on assets, current ratio, debt ratio, sales growth, asset Turnover and net margin. Four hypotheses have been defined. If there is relationship between performance indicators and operating approaches of RA; If the informational approach of RA changes in function of Best and Worst performance; If there is variation in the informational approach of RA in enterprises with and without corporate governance; and if there is variation in the informational approach of RA between the levels of corporate governance. Using Panel data regression, the hypotheses were tested and according to the analysis of data, all were confirmed.

Keywords: Management Report; Informational Approach; Performance, Corporate Governance.

LISTA DE QUADROS

LISTA DE FIGURAS

LISTA DE TABELAS

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

AICPA	American Institute of Certified Public Accountants
BM&FBOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DIV	Endividamento
EBITDA	Earnings before interest, taxes depreciation and amortization
FASB	Financial Accounting Standards Board
GA	Giro do Ativo
GAAP	Generally Accepted Accouting Principles
IASB	International Accounting Standards Board
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IBOVESPA	Índice BOVESPA
LAJIDA	Lucro antes dos juros, impostos, depreciações e amortizações
LC	Liquidez Corrente
ML	Margem Líquida
N1	Nível 1 - Governança Corporativa
N2	Nível 2 - Governança Corporativa
NM	Novo Mercado - Governança Corporativa
RA	Relatório da Administração
ROA	Return on Assets - Retorno sobre os Ativos
ROE	Return on Equity - Retorno sobre o Patrimônio Líquido
SEC	Security and Exchange Comission
VND	Crescimento das Vendas

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO

A constante competição e a sustentabilidade das empresas tem gerado pressões sobre a gestão dos investimentos e sobre as relações com os diversos *stakeholders,* implicando a adoção de boas práticas de Governança Corporativa. Essas práticas incentivam a redução da assimetria informacional, gerando expectativa que as empresas se tornem cada vez mais transparentes (LIMA, 2007, p.5).

A divulgação ou evidenciação está fortemente relacionada com as características qualitativas da informação contábil, que são aquelas "necessárias para fazer com que a informação seja útil para os usuários de tais informações" (LOPES e MARTINS, 2005, p.114). Hendriksen e Van Breda (2007, p.90) corroboram com a conceituação supracitada, relatando que "as características qualitativas são atributos das informações contábeis que tendem a ampliar sua utilidade".

Para que as informações contábeis sejam utilizadas pelos gestores é preciso que eles as desejem e as considerem úteis (MAGALHÃES e LUNKES, 2000, p. 35). De acordo com *Financial Accounting Standard Board* – FASB (1976), a divulgação financeira deve fornecer informações que sejam úteis para investidores e credores, bem como para outros usuários que visem à tomada racional de decisões.

Conforme Boscov (2009, p. 17) argumenta, a divulgação de informações financeiras pode impactar, dentre outras, as decisões de manter, comprar ou vender um investimento, bem como a política de distribuição de dividendos, a regulação de algumas atividades, entre outras. O *Disclosure* é de extrema importância na redução da assimetria informacional existente entre as empresas e os *stakeholders* e é tido como uma das formas mais eficientes de comunicação entre a empresa e os diversos usuários interessados em avaliar o desempenho da administração (LIMA, 2009, p. 12). Jensen e Mekling (1976) destacam que o *Disclosure* voluntário de relatórios financeiros por parte das empresas é uma maneira de possibilitar o acompanhamento da gestão por parte dos usuários.

A Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE (2004) comenta que a estrutura de Governança Corporativa deve assegurar divulgação oportuna e precisa de todos os fatos relevantes referentes à empresa. Verifica-se que a evidenciação e transparência consubstanciam-se no ponto forte da Governança Corporativa.

1.1 PROBLEMA DA PESQUISA

Marconi e Lakatos (2001, p. 121) destacam que “o problema é uma dificuldade, teórica ou prática, no conhecimento de alguma coisa de real importância, para a qual se deva encontrar uma solução”. Para Cooper e Schindler (2003, p 71-73) a formulação do problema está ligada aos propósitos e objetivos da pesquisa, acompanhada da geração e avaliação das possíveis soluções, ou seja, é preciso verificar se é possível responder a questão da pesquisa e por fim os autores destacam que é necessário deter o controle da situação. Nesse contexto essa pesquisa está focada em um dos aspectos ligados a evidenciação da informação, mais especificamente ao teor dos Relatórios da Administração que é uma das formas de relatar informações aos usuários.

De acordo com Iudícibus *et al* (2010, p. 29), a contabilidade tem por objetivo prover seus usuários de informações econômicas, financeiras, físicas e de produtividade. “O nível de informação é diferente entre o gestor e o investidor externo da empresa, à medida que o segundo é incapaz de observar todas as ações do primeiro”. (MACAGNAN, 2009, p. 47). Esse aspecto intensifica a necessidade de divulgar as informações de forma a auxiliar os usuários externos. Iudícibus (2004, p. 22), citando *American Institute of Certified Public Accountants* – AICPA, demonstra que a “função fundamental da Contabilidade (...) tem permanecido inalterada desde seus primórdios, que é a de prover os usuários dos demonstrativos financeiros com informações que os ajudarão a tomar decisões”.

Os usuários da contabilidade podem ser divididos em dois grupos: internos e externos. Caracterizam-se como usuários internos, os empregados, gerentes, diretores, chefes de unidades produtivas entre outros. Já como usuários externos destacam-se os bancos, governo, investidores, fornecedores, instituições de ensino, pessoas físicas etc. (IUDÍCIBUS, 2004, p.23).

Dentre esses usuários, no âmbito externo, têm-se aqueles que analisam todas as informações disponibilizadas a eles para tomarem suas decisões. Faz-se necessário verificar a qualidade dessa informação e verificar se o objetivo da evidenciação de tornar as informações transparentes acontece na prática. A transparência pode ser definida como a abrangente disponibilidade de informação relevante e confiável a respeito da realidade da empresa, desde *performance* periódica até valor e risco. (BUSHMAN e SMITH, 2003, p. 66).

A argumentação que embasa essa pesquisa relaciona-se com a afirmação apresentada por Iudícibus (2004, p. 128), quando comenta sobre o Relatório da Administração, que diz que:

> Essas evidenciações são de relativa importância, desde que não sejam auditadas ou não estejam sujeitas à revisão do auditor, pois normalmente são enviesadas pelo lado do otimismo inconsequente, sendo comuns frases como estas: "Confiamos que continuaremos a apresentar um desenvolvimento favorável de nossas operações no futuro", e outras do gênero. Embora deva ser encarado com cautela, esse tipo de evidenciação não deixa de ser interessante, por apresentar indícios de políticas da empresa que podem auxiliar o usuário a formar uma tendência.

Outro fator que merece atenção é a questão da Governança Corporativa, uma vez que segundo IBGC (2011) as empresas pertencentes a esse grupo precisam divulgar informações de forma clara, transparente e segura, pois a transparência nas ações e na divulgação das informações que oferece à entidade a possibilidade de estar entre as organizações aderentes à política da Governança Corporativa. O estudo de Murcia e Santos (2009, p.12) conclui que as empresas com melhor governança corporativa tendem a apresentar maior nível de *Disclosure* voluntário de informações. Schvirck e Gasparetto (2011) ratificam a conclusão dos autores supracitados, pois identificaram em sua pesquisa que as companhias com maior nível de governança tendem a ter mais disposição à divulgação voluntária.

Conforme demonstrado, uma das formas de se evidenciar as informações aos usuários é por meio dos Relatórios da Administração - RAs , que são produzidos pelos administradores e apresentam a visão destes sobre a empresa. Contudo há de se tomar certo cuidado com o otimismo exagerado mencionado por Iudícibus (2004). Nesse sentido surgem as seguintes questões orientativas da presente investigação: **O padrão informacional do Relatório de Administração das empresas altera-se em virtude da variação do desempenho? Existe diferença no padrão informacional do Relatório de Administração nos diversos níveis de Governança Corporativa em função do desempenho?**

1.2 OBJETIVOS

O objetivo do estudo é identificar se o comportamento da informação apresentada no Relatório de Administração das empresas sofre influência do desempenho auferido pela entidade. Para tanto os objetivos, geral e específicos, foram constituídos e apresentados a seguir.

1.2.1 Objetivo Geral

Verificar se existe alteração no enfoque das informações apresentadas no Relatório da Administração, em virtude de variação no desempenho da empresa, bem como identificar o comportamento da informação entre empresas considerando os níveis diferenciados de Governança Corporativa e atuação ou não na área financeira.

1.2.2 Objetivos Específicos

a) escolher os indicadores de desempenho a serem utilizados no estudo;

b) classificar as empresas da amostra por nível de desempenho, segregando em um grupo as empresas com melhor desempenho e em outro grupo as empresas com pior desempenho;

c) definir os enfoques informacionais mais evidentes nos Relatórios da Administração, por meio da sua leitura prévia;

d) Identificar as expressões que remetem a cada um dos enfoques definidos;

e) submeter às informações dos Relatórios da Administração a análise de conteúdo, por meio da infometria;

f) avaliar se o padrão de informação sofre alteração em virtude do nível de desempenho em empresas financeiras e não financeiras;

g) avaliar, a partir de dados levantados se o padrão de informação sofre alteração em virtude do nível de desempenho;

h) avaliar, a partir de dados levantados se o padrão de informação sofre alteração em virtude do desempenho, considerando níveis diferenciados de Governança Corporativa;

1.3 JUSTIFICATIVA

A divulgação de informações contábeis tem papel fundamental no funcionamento do mercado de capitais. Os escândalos envolvendo grandes corporações como Enron, Tyco, Worldcom, Parmalat entre outras, tornaram mais frágil um dos alicerces indispensáveis no relacionamento entre a empresa e o investidor: a credibilidade. Isso proporcionou demanda por mais informações relevantes e confiáveis, o que aumenta ainda mais a importância da transparência nas demonstrações contábeis (CARVALHO *et al*, 2004, p. 265).

As empresas, de maneira geral, divulgam informações que a lei obriga, mas também têm a opção de divulgar outras informações úteis que auxiliam os usuários em suas decisões, mesmo que elas não estejam obrigadas a fazer. A divulgação de informações, sejam elas positivas ou negativas, demonstra o nível de *accountability* pública para com os usuários da informação. (LIMA, 2009, p. 23). Goulart (2003, p.60) comenta que para garantir a transparência, é preciso que as empresas divulguem tanto informações positivas, quanto as negativas. Isso possibilita ao usuário tomar suas decisões com mais segurança, desde que as informações negativas estejam bem fundamentadas.

Segundo Lanzana (2004), *Disclosure* tem sido alvo de muitas pesquisas nos últimos 20 anos, dada sua importância em um mercado cada vez mais globalizado e competitivo no qual os investidores tem exigido mais proteção dos recursos investidos. A divulgação de informações com qualidade, de forma pontual e consistente pode ser considerada uma forma de respeitar o direito de todos os acionistas e uma maneira dos gestores adquirirem credibilidade junto ao mercado de capitais.

A Governança Corporativa também tem sido amplamente discutida em virtude da proteção dos direitos dos acionistas, de forma com que estes obtenham retorno adequado dos seus investimentos (SILVEIRA 2002; OKIMURA, 2003; SALMASI, 2007). No Brasil, um dos principais problemas da governança é o conflito de agência existente entre acionista majoritário e minoritário em virtude da alta concentração de propriedade. Portanto espera-se que quanto maior o nível de Governança Corporativa, mais evidenciação a empresa faça. Não obstante, a evidenciação é um dos pilares que embasam a Governança Corporativa. Os pilares são: equidade (*fairness*), transparência (*Disclosure*), prestação de contas (*accountability*) e obediência e cumprimento das leis (*compliance*) (IBGC, 2009).

Estudos relacionados com o nível de evidenciação das empresas é um campo de conhecimento relativamente bem desenvolvido no exterior (HEALY e PALEPU, 2001). No Brasil, apesar desse tema ter sido alvo de várias pesquisas, estas abordam, na maioria das vezes, todas as formas de evidenciação possíveis (COSTA JUNIOR, 2003; PONTE e OLIVEIRA, 2004; LANZANA, 2004; MALACRIDA e YAMAMOTO, 2006; PONTE *et al*, 2007; ALENCAR 2007; TEIXEIRA 2010). Pesquisas que tratam especificamente do Relatório de Administração são mais difíceis de serem encontradas. Essa forma de divulgação é de extrema importância visto que a mesma pode ser realizada com terminologias mais acessíveis aos usuários, uma vez que dispensa o uso de termos técnicos, possibilitando maior entendimento por parte dos interessados na informação. O fato desse relatório não ser

auditado pode instigar os gestores a repassarem as informações de forma a protegê-los diante dos investidores.

O presente estudo contribui para a discussão sobre divulgação da informação por meio dos Relatórios da Administração, uma vez que investiga o comportamento das informações nele contidas em momentos onde o desempenho pode ser considerado bom ou ruim. Busca-se identificar se em momentos de desempenho ruim, os gestores tentam distrair a atenção do usuário com outros assuntos, tornando menos evidente o resultado auferido. Como a Governança Corporativa priva pela qualidade da informação disponibilizada aos gestores e dependendo do nível de governança que a empresa está enquadrada essa exigência é maior, a pesquisa verifica se o comportamento da informação segue o padrão definido por nível de Governança Corporativa, verificando qual o comportamento das informações do Relatório da Administração das empresas listadas no Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 de Governança Corporativa, bem como comparar empresas com e sem governança. Para tanto será apresentada a literatura relativa ao tema e as principais pesquisas na área.

A amostra é constituída pelas empresas que participam com 1% ou mais do IBOVESPA, Índice BOVESPA, no ano de 2010, considerando os dados dessas empresas nos últimos 5 anos, seja, dos anos 2006 a 2010, que engloba 161 casos, dos quais 61 são classificadas como Novo Mercado, 48 como Nível 1 de Governança, 19 como Nível 2 de Governança e 33 não adotam práticas de Governança Corporativa, proporcionando uma amostra diversificada. O Índice BOVESPA é o indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro. Em termos de liquidez**,** as ações integrantes da carteira teórica do Índice BOVESPA respondem por mais de 80% do número de negócios e do volume financeiro verificados no mercado à vista (lote-padrão) da BM&FBOVESPA**.** Em termos de capitalização**,** as empresas emissoras das ações integrantes da carteira teórica do Índice BOVESPA são responsáveis, em média, por aproximadamente 70% do somatório da capitalização de todas as empresas com ações negociáveis na BM&FBOVESPA. (BM&FBOVESPA, 2011). Nesse sentido, percebe-se que as empresas participantes do Índice BOVESPA têm uma grande representatividade das empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo. De acordo com a presente pesquisa, as empresas que participam com 1% ou mais desse índice representaram, no ano de 2010, 80% do seu movimento, portanto podem ser consideradas como representativas do IBOVESPA.

Outro aspecto a ser considerado trata da divulgação estratégica da informação da empresa por meio dos Relatórios da Administração. Essa informação possibilita ao usuário

externo buscar conhecimento acerca das orientações estratégicas adotadas pela empresa para melhorar a imagem do seu desempenho diante do mercado. Esse estudo ainda oferece subsídios tanto para investidores quanto para os redatores do RA. O primeiro, ao tomar suas decisões de investimento, poderá fazê-lo com mais consciência, pois entenderá como a informação se comporta em situação de melhor e pior desempenho; e o segundo saberá que o usuário da informação está atento ao comportamento da informação e terá que redigi-la em conformidade com a transparência que é exigida pelo mercado, desprovida de manipulação informacional.

Sob essa ótica, o presente estudo justifica-se dada a importância atribuída atualmente ao tema evidenciação e Governança Corporativa e a escassez de pesquisas enfocando especificamente o Relatório da Administração, no tocante ao padrão informacional adotado diante do desempenho e do nível de governança que participa. Outro aspecto que merece atenção é a utilização de técnicas de pesquisa qualitativa como análise de conteúdo, fazendo uso da infometria, que possibilita ao pesquisador auferir conclusões mais objetivas sobre o teor desses relatórios, oferecendo ao leitor uma oportunidade de conhecer o comportamento e posicionamento dos gestores diante de adversidade no desempenho obtido.

1.4 DELIMITAÇÃO DO ESTUDO

O estudo foi delimitado considerando as empresas envolvidas, os relatórios analisados, os indicadores de desempenho utilizados, e os enfoques informacionais contidos nos RAS.

a) Quanto às empresas, no aspecto quantitativo: o presente estudo tem como foco as empresas listadas na BM&FBOVESPA, integrantes do IBOVESPA com participação de 1% ou mais no índice, classificadas por níveis de Governança Corporativa, no ano de 2010, considerando essas empresas na janela temporal de 5 anos - 2006 a 2010;

b) Quanto aos relatórios a serem analisados: Demonstrações Financeiras Padronizadas, que serviram como base para identificar o desempenho dessas empresas, bem como para verificar o discurso apresentado no Relatório da Administração;

c) Quanto aos indicadores de desempenho: foram utilizados indicadores de avaliação de desempenho apresentados no estudo desenvolvido por Lyra e Corrar (2009): Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido, Rentabilidade sobre o Ativo, Liquidez Corrente, Composição do Endividamento, Crescimento das vendas, Margem Líquida e Giro do Ativo;

d) Quanto aos enfoques da Informação do Relatório da Administração: foram utilizados os enfoques: Operacional, Fluxo de Caixa, Resultado, Faturamento, Conjuntura Econômica, Mercado, Responsabilidade Social e Ambiental, Governança Corporativa, Tecnologia e Fontes e Usos de Recursos identificados nas leituras prévias dos Relatórios da Administração.

1.5 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO

O presente estudo está estruturado em cinco seções. A primeira é composta pela parte introdutória que contém o problema, objetivo e justificativa da pesquisa, bem como a delimitação. Em seguida, como segunda parte tem-se o marco teórico empírico de referência, no qual é apresentada a teoria que sustenta os três construtos do estudo: Divulgação, Desempenho e Governança Corporativa. Os procedimentos metodológicos estão descritos na terceira sessão, explicitando os construtos, definições operacionais e classificação da pesquisa, a população e amostra, a coleta de dados, as hipóteses e os respectivos testes. Contempla também a metodologia da análise qualitativa dos dados. A quarta seção apresenta a análise dos dados e o teste das hipóteses e na quinta sessão é relatada a conclusão do estudo. Por fim, tem-se as referências consultadas para a realização do estudo e os apêndices.

2 MARCO TEÓRICO-EMPÍRICO DE REFERÊNCIA

Na sequência é apresentado o marco teórico-empírico de referência, enfatizando a evidenciação da informação, aspecto que tem sido amplamente requisitado nas Demonstrações Contábeis em virtude da necessidade de transparência e credibilidade dos relatórios. Para tanto, a evidenciação precisa levar em consideração as características qualitativas da informação, pois são elas que visam tornar úteis as informações contidas nas demonstrações contábeis. Os Relatórios da Administração, principal relatório analisado no estudo será apresentado nesse tópico e por fim a teoria da divulgação. Também é abordada a teoria sobre Governança Corporativa, que é um mecanismo que visa tornar a entidade cada vez mais transparente para o usuário e minimizar conflitos entre os agentes, e por fim, trata-se dos indicadores de desempenho, demonstrando de que forma é possível verificar a *performance* da empresa no mercado. Busca-se também apresentar pesquisas relacionadas com os temas abordados nesse referencial.

2.1 EVIDENCIAÇÃO DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL

Um dos principais objetivos da informação contábil é contribuir para a redução da assimetria informacional existente entre os usuários internos (gestores, executivos etc.) e os usuários externos da entidade (acionistas, credores, governo etc.) (LOPES e MARTINS, 2005). Choi e Mueller (1992, p. 299) *apud* Lanzana (2004, p. 11) destacam que a evidenciação ou *Disclosure* deve ser vista como um processo que consiste em quatro etapas de procedimento: 1) percepção: reflete o entendimento da importância da atividade da empresa, no sentido de que as transações financeiras representam as atividades significantes; 2) simbolismo: identificar as atividades percebidas de tal forma que torne disponível uma base de dados dessas atividades a fim de analisar e compreender as inter-relações dessa massa de atividades; 3) análise: analisar o modelo de atividade com intuito de sintetizar, organizar e clarificar as inter-relações entre as atividades, ou seja, desenvolver relatórios financeiros sobre a situação atual da entidade; e 4) comunicação (transmissão): comunicar a análise aos usuários do produto contábil com intenção de direcionar os tomadores de decisão.

O usuário da informação contábil necessita de informações que o auxiliem no processo decisório. Uma pesquisa de opinião realizada por Eccles *et al* (2001, p. 189) citado

por Lima (2007, p. 6) demonstra que cinco pontos foram apontados como sendo os maiores benefícios de uma melhor evidenciação:

- Aumento da Credibilidade dos Gestores;
- Mais investidores de longo prazo;
- Maior monitoramento por parte dos acionistas;
- Acesso de novos capitais em virtude da diminuição do Custo de Capital; e
- Melhor avaliação dos preços das ações.

A principal maneira de acesso a informações pelo usuário externo é por meio das formas de evidenciação que a empresa utiliza para publicar suas demonstrações. As principais formas de evidenciação são as apresentadas no Quadro 1.

Forma e apresentação das Demonstrações Contábeis	Devem conter a maior quantidade de evidenciação; A colocação das DC em uma forma ou ordem que melhore sua interpretação;
Informação entre parênteses	Maiores esclarecimentos sobre o título de um grupo ou um critério de avaliação utilizado;
Notas Explicativas	Principal forma de evidenciação; Evidenciar informação que não pode estar no corpo das DC;
Quadros e Demonstrativos Suplementares	Detalhes de itens que constam dos demonstrativos tradicionais e que não seriam cabíveis no corpo destes;
Comentários do auditor	Serve como uma fonte a mais de *disclosure* para a informação;
Relatório da Administração	Informações de caráter não financeiro que afetam as operações da empresa.

Quadro 1: Principais Formas de Evidenciação
Fonte: Iudícibus (2004, p. 126)

De acordo com Dantas *et al* (2004, p.3) o que define quanto evidenciar é o equilíbrio entre os custos e benefícios da divulgação. Nesse sentido, os benefícios da informação devem ser superiores aos seus custos de produção. Essa análise cabe ao responsável pela produção da informação que irá verificar a quantidade de informações a ser divulgada de forma com que o equilíbrio entre custo e beneficio seja mantido**.** Para Dye (2001) esse comportamento é demonstrado na teoria dos jogos, que menciona que o gestor tende a divulgar informações que julgue benéficas a entidade.

Iudícibus (2004, p. 124) apresenta que com relação à quantidade de evidenciação, muitas expressões têm sido usadas: alguns mencionam a evidenciação adequada (*adequate Disclosure*), há aqueles que tratam de evidenciação justa (*fair Disclosure*) e outros ainda em evidenciação plena (*full Disclosure*). Segundo o autor supracitado, na prática, esses termos não tem diferença, visto que o usuário precisa ao mesmo tempo de informação adequada, justa e completa. Nesse sentido, a empresa precisa divulgar somente e todas as informações necessárias. Para que informações desnecessárias não sejam publicadas é preciso levar em consideração as características da materialidade e relevância. Hendriksen e Van Breda (2007,

p. 511) defendem que para que haja divulgação apropriada é preciso que três questões sejam respondidas inicialmente: Para quem? Qual a finalidade? Quanta Informação deve ser divulgada? A questão de como e quando a informação é divulgada também é relevante.

É muito difícil definir qual a fronteira entre a informação necessária daquela não necessária para o usuário. Normalmente a relevância de alguns itens qualitativos emerge de sua relação direta com os quantitativos (IUDÍCIBUS, 2004, p. 125). A informação que não pode ser expressa em termos quantitativos torna-se mais complexa em sua avaliação, no que tange a significância e relevância. (HENDRIKSEN e VAN BREDA, 2007, p. 516). Esse tipo de informação envolve julgamentos subjetivos.

Outro aspecto a ser considerado a respeito da evidenciação é o atendimento as características qualitativas da informação contábil. De acordo com o Comitê de Pronunciamentos Contábeis - CPC 00 (2008, p.10) as características "são os atributos que tornam as demonstrações contábeis úteis para os usuários". Na mesma linha de pensamento, Hendriksen e Van Breda (2007, p.90) ratificam que "As características qualitativas são atributos das informações contábeis que tendem a ampliar sua utilidade". Os órgãos reguladores determinam quais devem ser esses atributos para que as informações tenham qualidade. No Quadro 2 é possível verificar as características qualitativas da informação contábil de acordo com o FASB[1], IASB[2] e CPC[3]:

Características Qualitativas FASB	Características Qualitativas IASB	Características Qualitativas CPC
Benefícios >Custos	Compreensibilidade	Compreensibilidade
Compreensibilidade;	Relevância	Relevância
Relevância	- Materialidade	- Materialidade
- **Valor Preditivo**	Confiabilidade	Confiabilidade
- **Valor como Feedback**	- Representação Adequada	- Representação Adequada
- **Oportunidade**	- **Essência sobre a Forma**	- Essência sobre a Forma
Confiabilidade	- Neutralidade	- Neutralidade
- **Verificabilidade**	- **Prudência**	- Prudência
- Fidelidade de Representação	- **Integridade**	- Integridade
- Neutralidade	Comparabilidade	Comparabilidade
Comparabilidade	**Tempestividade**	Tempestividade
Materialidade	Equilíbrio entre custo e beneficio	Equilíbrio entre custo e beneficio

Quadro 2. Características Qualitativas segundo FASB, IASB e CPC
Fonte: Adaptado de Hendriksen e Van Breda (2007, p.96), CPC 00 (2008, p.10-13).

[1] FASB foi criado em julho de 1973, como uma entidade privada e sem fins lucrativos, tendo como principal finalidade desenvolver os GAAP *(Generally Accepted Accouting Principles)*, ou seja, Princípios de Contabilidade Geralmente Aceitos, aplicáveis aos Estados Unidos.
[2] O IASB é um órgão independente, do setor privado, criado para o estudo de padrões contábeis, com sede em Londres, Reino Unido, sendo formado por um Conselho de Membros, constituído por representantes de mais de 140 entidades de classe de todo o mundo, inclusive do Brasil.
[3] O Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC, foi autorizado pela Lei nº 11.941/09, e criado pela Resolução nº 1.055/1005, do Conselho Federal de Contabilidade, tem como principal objetivo ajustar a contabilidade nacional às normas internacionais de contabilidade.

No Quadro 2 é possível identificar características específicas e características comuns de cada órgão. Comparando IASB e CPC não se encontra nenhuma diferença, uma vez que o CPC, ao padronizar as normas brasileiras às normas internacionais, adotou o IASB como referência. Já entre FASB e IASB percebem-se características comuns e específicas. No FASB tem-se Valor Preditivo, Valor como Feedback e Oportunidade como aspectos que tornam a informação relevante, enquanto que para o IASB o que torna a informação relevante é a materialidade. Ainda nota-se que para o FASB uma informação é confiável quando ela pode ser verificada, quando é neutra e possui representação fiel. O IASB, porém não menciona a verificabilidade, mas acrescenta que a essência deve prevalecer sobre a forma e que a informação precisa ser integra e prudente. A comunalidade entre os dois órgãos se concentra na compreensibilidade, no equilíbrio entre custos e benefícios e materialidade.

As características supramencionadas devem estar contidas nas diversas formas de evidenciação divulgadas pelas empresas, independentemente do relatório conter informações quantitativas ou qualitativas. Uma das formas de informação qualitativa é aquela encontrada nos Relatórios da Administração

2.1.1 Relatórios da Administração

Relatório da Administração é um documento onde normalmente são divulgadas informações não financeiras que podem interferir nas operações das empresas: expectativas com relação ao futuro, planos de crescimento da empresa, gastos a efetuar no orçamento de capital ou em pesquisas e desenvolvimento, bem como explicações sobre o resultado atingido, seja ele positivo ou não. Algumas informações desse relatório podem ser enviesadas pelo lado do otimismo inconsequente. Embora devam ser observadas com cautela, essas informações são importantes por apresentarem indícios da política da empresa que podem ajudar o usuário a identificar tendências sobre o seu comportamento, bem como possíveis resultados futuros. (IUDÍCIBUS, 2004, p. 128).

O Relatório da Administração é o documento pelo qual os administradores comunicam-se com os usuários. Por conter teor qualitativo permite que a empresa utilize uma linguagem menos técnica com objetivo de atingir um maior número de leitores. Em termos ideais, as informações fornecidas nos Relatórios da Administração devem incluir os seguintes itens:

> 1. Mudança e eventos não financeiros ocorridos durante o ano e que afetam o funcionamento da empresa;

> 2. Expectativas a respeito do futuro do setor e da economia e o papel da empresa nessas expectativas.
> 3. Planos de crescimento e mudanças nas operações no período imediatamente seguinte ou nos períodos subsequentes.
> 4. A magnitude e o efeito esperado de investimentos correntes e previsto, bem como do esforço de pesquisa. (HENDRIKSEN e VAN BREDA, 2007, p. 530).

Outras informações de caráter não financeiro e qualitativo vêm sendo evidenciadas nos Relatórios de Administração das empresas como as informações de impacto ambiental de determinadas indústrias em virtude de suas operações bem como as atitudes quanto à preservação do meio ambiente. De acordo com Labatt e White (2002) a atenção acerca da gestão ambiental tem crescido em praticamente todos os segmentos do mercado. Ribeiro e Martins (1993) ressaltam que a Contabilidade precisa orientar os usuários interessados na atuação das empresas sobre o meio ambiente, tendo em vista o dever de subsidiar o processo de tomada de decisão.

A grande maioria das pesquisas que investigam a divulgação da informação ou o nível de *Disclosure* tomam como referência as diversas formas de divulgação disponíveis para a empresa, como por exemplo os estudos de Gonçalves e Ott (2002), Ponte e Almeida (2004) Malacrida e Yamamoto (2006), Gondrige *et al* (2011), entre outros. Porém estudos especificamente relacionados com o Relatório de Administração são escassos, necessitando de mais dedicação por parte dos pesquisadores.

Assim como os demais relatórios que a empresa divulga, o Relatório da Administração também segue normalização específica. A CVM apresenta algumas instruções sobre o que deve ser apresentado nesse tipo de relatório. As orientações foram determinadas nos Pareceres de Orientação 15/87, 17/89, 18/90, 24/92, Instrução 319/99, 381/03, Deliberação 488/05 e Lei 6.404/76, conforme demonstrado no Quadro 3:

Informações	Normalizações
Aquisição de debêntures de sua própria emissão	Art. 55 da Lei nº. 6.404/76
Comentários sobre a conjuntura econômica	Pareceres de Orientação CVM nºs 15/87; 17/89; 18/90
Descrição dos negócios, produtos e serviços	Pareceres de Orientação CVM nºs 15/87; 17/89; 18/90
Direitos dos acionistas e dados de mercado	Pareceres de Orientação CVM nºs 15/87; 17/89; 18/90
Distribuição de dividendos	Art. 118 da Lei nº. 6.404/76
Investimentos	Pareceres de Orientação CVM nºs 15/87; 17/89; 18/90
Investimentos em coligadas e controladas	Pareceres de Orientação CVM nºs 15/87; 17/89; 18/90
Negócios sociais e principais fatos administrativos	Art. 133 da Lei nº. 6.404/76
Novos produtos e serviços	Pareceres de Orientação CVM nºs 15/87; 17/89; 18/90
Participação dos auditores independentes em consult.	Instrução CVM nº. 381/03
Perspectivas e planos para o exercício e os futuros	Pareceres de Orientação CVM nºs 15/87; 17/89; 18/90
Pesquisa e desenvolvimento	Pareceres de Orientação CVM nºs 15/87; 17/89; 18/90
Política de reinvestimento	Art. 118 da Lei nº. 6.404/76
Proteção ao meio-ambiente	Pareceres de Orientação CVM nºs 15/87; 17/89; 18/90
Recursos humanos	Pareceres de Orientação CVM nºs 15/87; 17/89; 18/90

Reformulações administrativas	Pareceres de Orientação CVM nºs 15/87; 17/89; 18/90

Quadro 3: Informações Divulgadas no Relatório da Administração e as Normalizações
Fonte: CVM (2010)

No Relatório da Administração, relativo ao exercício em que tiver sido efetuada qualquer operação de incorporação, fusão e cisão envolvendo companhia aberta, deverá ser dedicado capítulo ou parte específica, devidamente destacada, relacionando-se, item a item, todos os custos de transação suportados pela companhia em virtude da operação, assim como o quantitativo das economias e demais vantagens já auferidas em razão da mesma (Instrução CVM 319/99, Art. 14).

Dada a necessidade e obrigatoriedade das normas contábeis nacionais convergirem com as práticas contábeis internacionais, a CVM aprovou a Deliberação 488/05, que adota o Pronunciamento do IBRACON NPC nº. 27 sobre Demonstrações Contábeis – Apresentação e Divulgações. Dentre outros assuntos, a respectiva deliberação menciona que:

> A entidade deve divulgar o seguinte, se não for incluído em algum outro lugar nas informações publicadas com as demonstrações contábeis:
> a. a forma legal da entidade, seu domicílio, localização da sede social (ou principal lugar da entidade, se for diferente da sede);
> b. uma descrição da natureza das operações da entidade e suas principais atividades;
> c. nome da empresa controladora e, em última instância, o nome do grupo econômico a que pertence. (DELIBERAÇÃO CVM 488/05).

Conforme exposto, os Relatórios da Administração precisam apresentar algumas informações de forma obrigatória e existem aquelas voluntárias, como é o caso da explicação dos resultados atingidos pela entidade. A divulgação não é só feita de informações positivas. Goulart (2003, p. 60) salienta que para garantir a transparência é preciso que a entidade torne pública tanto as informações positivas quanto as negativas. O usuário é capaz de aceitar uma informação negativa, desde que ela seja justificada possibilitando ao mesmo fazer julgamento adequado e não tomar decisões enviesadas.

2.1.2 Teoria da Divulgação

Evidenciação ou *Disclosure* é um fenômeno que pode ser considerado complexo, porém a teoria pode proporcionar uma explicação parcial (HOPE, 2003). Verrecchia (2001, p. 99) apresenta em seu trabalho a categorização dos vários modelos que tratam da teoria da

divulgação, propondo uma taxonomia a qual engloba três categorias amplas de pesquisa sobre divulgação em Contabilidade:

- Pesquisa sobre Divulgação Baseada em Associação (*association-based Disclosure*);
- Pesquisa sobre Divulgação Baseada em Julgamento (*discretionary-based Disclosure*);
- Pesquisa sobre Divulgação Baseada em Eficiência (*efficiency-based Disclosure*).

A primeira categoria (*association-based Disclosure*) tem como objetivo principal investigar a relação ou associação entre a divulgação e a forma como os investidores percebem a informação, os quais competem no mercado de capitais como indivíduos que visam maximizar a sua riqueza. A principal característica desse tipo de pesquisa é o estudo dos efeitos da divulgação nas mudanças das ações dos investidores, que podem ser percebidas nas oscilações dos preços dos ativos e do montante negociado. Ou seja, as pesquisas procuram examinar a relação entre o fenômeno da divulgação e as mudanças nas atividades dos investidores diversificados e competidores no mercado de capitais. Esse tipo de pesquisa pode ter como base a Hipótese de Mercado Eficiente (FAMA, 1991) e ser operacionalizado por meio de estudos de Eventos (MACKINLAY, 1997). Nestes modelos, *Disclosure* é uma variável exógena e *ex post*, ou seja, o efeito provém de causas externas e depois da divulgação.

A segunda categoria (*discretionary-based Disclosure*) é identificada nas pesquisas que apresentam quais os motivos da divulgação, ou seja, procuram verificar o que leva os gestores e/ou as empresas a divulgar ou não determinadas informações. Nesse caso, as informações são divulgadas para seu maior e, talvez único, consumidor representativo: o mercado de capitais. As pesquisas questionam os motivos da divulgação ou não de determinada informação, ou seja, assumem que a administração pode optar entre divulgar ou não alguma informação. Nessa categoria enquadram-se os Relatórios da Administração; visto que esse relatório não é auditado, ele pode ser elaborado de acordo com o julgamento dos gestores, informando aquilo que eles julguem importante ou necessário. Nestes modelos, *Disclosure* é uma variável endógena e são verificados seus efeitos *ex post*, ou seja, o efeito é proveniente de causas internas e depois da divulgação.

A categoria da discricionariedade está relacionada com *Accounting Choices* (Escolhas Contábeis) apresentada nos estudos de Fields, Lys e Vincent (2001, p. 255). Nessa teoria há a ideia de que a deficiência de mercado como custo do capital, assimetria da informação e outras externalidades, possa influenciar as escolhas contábeis por parte dos gestores. Essas

imperfeições são decorrentes dos contratos efetuados entre os principais e os agentes não contemplarem todas as informações necessárias e a inexistência de um mercado perfeito.

A terceira categoria (*efficiency-based Disclosure*) tem como enfoque pesquisas que enfatizam o tipo de configuração de divulgação preferida, na ausência de conhecimento passado sobre a informação. Trabalhos classificados nessa categoria discutem quais os tipos de divulgação mais eficientes, ou seja, aqueles incondicionalmente preferidos. As pesquisas pertencentes a essa categoria procuram investigar a existência de algumas formas de divulgação que promovem a eficiência. Um exemplo clássico seria a analise entre Custo de Capital x *Disclosure*. Nestes modelos, *Disclosure* é uma variável exógena e *ex ante*, ou seja, o efeito de causas externas e acontece antes da divulgação.

O Quadro 4 demonstra de forma resumida a relação entre as categorias, o momento de ocorrência de divulgação e o processo de divulgação.

Divulgação das Categorias Amplas de Pesquisa em Contabilidade		
Categorias Amplas de Pesquisa em Contabilidade	**Divulgação**	
	Ex ante ou Ex post	***Exógena ou Endógena***
Associação	*Ex post*	*Exógena*
Julgamento	*Ex post*	*Endógena*
Eficiência	*Ex ante*	*Exógena*

Quadro 4: Relação entre Características, Momento da Ocorrência e Processo de Divulgação
Fonte: Elaborado pela autora com base no estudo de Verrecchia (2001).

Verrecchia (2001, p.100) concorda que uma teoria abrangente precisa reconhecer todos esses aspectos, na qual seja possível abordar de forma apropriada o papel dos incentivos e a endogeneidade do processo de mercado, enquanto esse envolve a interação entre investidores que são agentes maximizadores do próprio bem estar. Dye (2001, p. 186) posiciona-se contrariamente à opinião de Verrecchia, relatando que não seria possível dar a mesma importância a modelos exógenos e endógenos de *Disclosure*, afirmando que os modelos endógenos é que realmente sustentam a teoria.

Percebe-se, portanto, que Dye (2001) e Verrecchia(2001) apresentam discordância sobre a Teoria da Divulgação. Enquanto Verrechia (2001) afirma que seu estudo sustenta a existência de uma teoria abrangente, Dye (2001) entende que a literatura existente não está totalmente amadurecida para ser considerada uma teoria. Ele acredita que a divulgação pode ser considerada uma parte da Teoria dos Jogos que sustenta a ideia de que a entidade fará ou não determinada divulgação respeitando a relação custo/benefício dessa divulgação.

A Teoria dos Jogos pode ser claramente percebida, segundo Dye (2001, p.185) quando uma empresa enfatiza diversas vezes o programa de redução de custos, o qual foi executado com sucesso e praticamente não menciona o montante de receitas auferidas naquele período. A teoria possibilita crer que o desempenho das receitas não foi tão bom quanto o sucesso no programa de redução de custos. O autor ainda acredita que o fato do gestor poder escolher divulgar a informação que o privilegia e omitir aquela que ele considera negativa não tem obrigatoriamente relação com a volatilidade das ações no mercado de capitais.

Vale ressaltar que a Teoria dos Jogos é bastante abrangente e utilizada em diversos países do mundo. Segundo Fiani (2009) há muitos anos já se reconhece a importância da Teoria dos Jogos em questões políticas e relações sociais, bem como na atividade de natureza militar.

A Teoria do Jogos pode ser utilizada em situações de interação estratégica, quando os agentes buscam agir de forma racional e quando essa teoria é aplicada em situações de natureza matemática, por exigir regras precisas de modelagem que precisam ser empregadas. A literatura econômica disponibiliza diversas situações de interação estratégica, nas quais a Teoria dos Jogos é uma técnica bastante eficiente, como por exemplo “o dilema dos prisioneiros”, “ a batalha dos sexos”, “o jogo do “galinha””, entre outros. Ainda tem-se aqueles jogos de natureza competitiva, conhecidos como jogos de soma zero, que pode ser visualizado no “jogo de batalha do mar de Bismarck”. Nesse modelo, os jogadores preocupam-se exclusivamente com suas próprias recompensas, resultantes do processo de interação estratégica.

O “equilíbrio de Nash” orienta como avaliar quando uma ameaça ou promessa é realmente relevante. (FIANI, 2009). Observa-se, portanto, que a Teoria dos Jogos é extensa e sempre é empregada no mundo dos negócios, com intenção de vitória pelos “jogadores”. Nesse sentido, percebe-se que o entendimento de Dye (2001), quanto à divulgação da informação, está inserido no jogo entre o custo e o benefício, onde se busca sempre que o benefício supere o custo no processo de divulgação da informação.

Com relação às pesquisas desenvolvidas sobre divulgação da informação pode-se citar Patel, Balic e Bakwira (2002); Gonçalves e Ott (2002); Costa Junior (2003); Ponte e Almeida (2004); Lanzana (2004); Malacrida e Yamamoto (2006); Ponte *et al* (2007); Alencar (2007). Na sequência, apresenta-se uma breve descrição sobre cada uma dessas pesquisas.

Patel, Balic e Bakwira (2002) avaliaram a diferença do nível de transparência em uma amostra composta de 354 empresas de 19 países emergentes, bem como a evolução em

três anos. Os pesquisadores concluíram que os países asiáticos e África do Sul possuem maior nível de transparência do que países latino-americanos. A diferença encontrada intensificou-se ao longo dos três anos estudados. Também foi possível verificar que em alguns países (mercado asiático), empresas com nível mais alto de transparência possuem maior valorização no mercado quando comparadas com empresas similares que apresentaram menor nível de transparência.

Gonçalves e Ott (2002) examinaram o nível de *Disclosure* nas informações fornecidas pelas empresas brasileiras de capital aberto para a Comissão de Valores Mobiliários – CVM onde foi possível encontrar a divulgação de demonstrações contábeis e demais demonstrativos e relatórios por uma população de 743 companhias, os quais foram analisados procurando identificar aquelas informações que visam a contribuir com o processo decisório dos usuários e que são apresentadas em complemento às informações obrigatórias. O maior número de evidenciações se referia aos recursos humanos, avaliação da gestão, investimentos, indicadores de desempenho e informações sobre o mercado.

Costa Junior (2003) realizou um estudo no qual levantou a política de evidenciação de instrumentos financeiros por parte das companhias abertas do Brasil, por meio de suas demonstrações contábeis. A pesquisa foi realizada em 215 empresas, onde verificou se a divulgação de fatores de risco de mercado e sua gestão foi feita de maneira adequada, se os instrumentos financeiros foram revelados adequadamente, inclusive no que tange aos valores justos e finalmente se as regras estabelecidas na CVM 235/95 foram observadas rigorosamente pelas companhias abertas brasileiras. Concluiu que as companhias abertas no Brasil não prestam informações adequadas em suas demonstrações contábeis, no que concerne aos instrumentos financeiros.

Ponte e Almeida (2004) verificaram a prática da evidenciação de informações avançadas e não obrigatórias nas demonstrações contábeis de empresas brasileiras. Nesse estudo buscaram responder a seguinte questão de pesquisa: Qual o grau de observância às orientações sobre evidenciação contábil praticado pelas sociedades anônimas brasileiras no tocante a prestação de informações não contempladas nas demonstrações contábeis tradicionais, consideradas de natureza avançada e não obrigatória? Foram analisadas demonstrações contábeis de 95 empresas relativos ao período de 2002, por meio da análise de conteúdo. De um total de 21 itens de evidenciação investigados, apenas seis apresentaram índice de observância superior a 50%, o que demonstra que as organizações ainda têm um

longo caminho a percorrer na busca de transparência da qualidade na divulgação de informações contábeis.

Lanzana (2004) pesquisou se haveria relação significante entre *Disclosure* e Governança Corporativa por meio da aplicação de regressões pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários e pelo modelo Tobit para o ano de 2002, onde o nível de *Disclosure* foi a variável dependente. Cinco variáveis de governança foram utilizadas: direito de controle; diferença entre o direito de controle (BLOC) e o direito sobre o fluxo de caixa do acionista controlador (DIF); número de membros do conselho de administração (CONS); independência do conselho de administração (INDEP) e presença do presidente da empresa na presidência do conselho de administração (PRES). Assume-se que a relação entre *Disclosure* e governança pode ser de complementaridade ou de substituição, visto que não se conhece essa relação de antemão. A variável DIF corroborou o efeito de substituição entre nível de *Disclosure* e governança, enquanto que a significância da variável INDEP no teste Tobit confirmou o efeito de complementação entre essas duas variáveis, mostrando que o grau de independência do conselho é relevante para as empresas que ainda não praticam *Disclosure* voluntário passem a fazê-lo. As demais variáveis de governança não apresentaram significância.

Malacrida e Yamamoto (2006) buscaram analisar se o nível de evidenciação de informações contábeis apresentadas pelas empresas componentes do IBOVESPA influencia a volatilidade do retorno de suas ações quando negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, pois se espera que empresas com maior nível de evidenciação apresentem menor volatilidade de suas ações. Foram analisadas informações publicadas por 42 empresas pertencentes ao IBOVESPA, referente o período de 2002. As companhias foram segregadas em três grupos distintos, de acordo com níveis específicos de evidenciação. Com uso de técnicas estatísticas foi verificado se existia diferença significativa entre o nível de evidenciação das empresas e a volatilidade do retorno de suas ações. Concluíram que empresas com maior nível médio de evidenciação das informações contábeis apresentam menor volatilidade media dos retornos das ações. Empresas com menor nível de evidenciação apresentaram maior volatilidade media dos retornos das ações.

Ponte *et al* (2007) aprofundaram o estudo realizado por Pontes e Almeida (2004), comparando os resultados obtidos no estudo realizado com dados de 2002 e 2005. Para tanto verificaram quais as mudanças percebidas na evidenciação de informações obrigatórias, não obrigatórias e avançadas praticadas pelas companhias abertas brasileiras. Foram analisadas 95

empresas referente ao período de 2002 e 119 referente ao período de 2005. No que se refere aos itens recomendados nos pareceres 15/87, 17/89 e 19/90 da CVM, o estudo menciona a não ocorrência de melhoria nas praticas de *Disclosure* das companhias. Com relação às informações contábeis de natureza avançada e não obrigatória propugnadas pelas práticas de Governança Corporativa, verificou-se um avanço na sua evidenciação pelas empresas analisadas.

Alencar (2007) investigou a relação entre *Disclosure* e o custo de capital próprio no Brasil. Foram analisadas as 50 empresas mais líquidas da BM&FBOVESPA, com dados para os anos de 1998, 2000, 2002, 2004 e 2005. Os resultados mostraram que o nível geral de *Disclosure* aumentou e que a dimensão relativa às projeções dos administradores apresenta os resultados mais modestos. Foi verificada relação negativa e estatisticamente significante entre custo de capital e *Disclosure* para todas as empresas. No ambiente internacional, vários outros estudos foram feitos relacionando evidenciação e custo do capital. Pode-se citar Glosten e Milgrom (1985), Amihud e Mendelson (1986), Diamond e Verrechia (1991), Baiman e Verrechia (1996), Botosan (1997), Bloomfield e Wilks (2000), Hail (2002), Botosan e Plumlee (2002) e Pletersen e Plemborg (2006). No Brasil, Bruni (2002), Alencar e Lopes (2005), Nakamura *et al* (2006) e Lima *et al* (2007).

Gondrige *et al* (2011) desenvolveram estudo com o objetivo de identificar os fatores explicativos do nível de *Disclosure* voluntário das empresas de capital aberto no Brasil. A amostra foi constituída por 225 empresas listadas na BM&FBOVESPA, referente o período de 2008. O nível de *Disclosure* foi avaliado em cinco dimensões: (i) informações gerais sobre a empresa; (ii) informações relacionadas a administradores e empregados; (iii) informações estatísticas e não-financeiras; (iv) projeções; (v) discussões e análises financeiras. A análise foi conduzida por meio de Regressão Linear Múltipla, com variável dependente DSCORE (nível de *Disclosure*) e quinze variáveis explicativas acerca da estrutura de Governança Corporativa e de propriedade. Os setores de energia elétrica, eletroeletrônico, papel e celulose e petróleo e gás foram os setores que apresentaram indícios de melhor qualidade de *Disclosure*. As variáveis mais significativas para explicar o nível de *Disclosure* foram: tamanho da empresa, comitê de auditoria, tamanho do conselho de administração, ser auditada por uma das cinco maiores empresas de auditoria e ser listada na Bolsa de Valores de Nova Yorque. O estudo ainda identificou que uma grande heterogeneidade na *Disclosure* voluntário, onde algumas empresas divulgam muitas informações enquanto outras apenas aquelas obrigatórias.

2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA

Na primeira metade dos anos 90, os acionistas, principalmente dos Estados Unidos, despertaram para a necessidade de novas regras que os tornassem mais protegidos das ações dos executivos da empresa, da indolência dos conselhos de administração e das omissões de órgãos externos. Esse movimento deu origem à Governança Corporativa, que conceitualmente tem o objetivo de superar o conflito de agência decorrente da separação entre propriedade e controle empresarial (IBGC, 2011).

Com o atual comportamento do mercado de capitais torna-se cada vez mais relevante o estudo sobre Governança Corporativa. Transparência e evidenciação são elementos fundamentais em qualquer bom modelo de Governança Corporativa. A exigência de padrões mais altos de divulgação está sendo feita por vários órgãos reguladores como CVM (Comissão de Valores Mobiliários) e SEC (*Security and Exchange Comission*). Muitas empresas têm demonstrado interesse em fazer divulgação voluntária como sendo um diferencial no mercado de capitais (TEIXEIRA, 2010).

O sistema de Governança Corporativa depende do ambiente institucional que ela faz parte. Cada país por meio do sistema financeiro e legal molda a formação do mercado de capitais e a proteção dos investidores, influenciando o modelo de governança das empresas (SILVEIRA, 2002). Sobre esse assunto, Shleifer e Vishny (1997, p. 737) relatam que a maior parte das economias avançadas tem resolvido seu problema de Governança Corporativa de forma razoável, garantindo enorme fluxo de recursos para as empresas e o retorno dos lucros aos investidores. Porém, alguns problemas ocorridos em grandes economias refletem que nem sempre a situação econômica é capaz de resolver todos os conflitos de agência.

Governança Corporativa atualmente é considerada o principal foco de discussões sobre a alta gestão das empresas. Os debates sobre o tema tiveram um grande aumento a partir de 2002, em virtude dos problemas de governança ocorridos no mercado norte-americano. Grandes corporações foram acusadas de emitir relatórios fraudulentos como Balanços contábeis adulterados, negociação de valores mobiliários por gestores com informação privilegiada e evasão fiscal. O problema de governança da *Enron* acarretou forte impacto no mercado de capitais norte-americano, pois era uma das empresas mais bem vistas nos Estados Unidos e por ter provocado muitos prejuízos aos seus funcionários, uma vez que grande parte dos recursos do seu fundo de pensão estar alocado em ações da companhia (SILVEIRA, 2004). Esse é apenas um dos escândalos que tornou evidente a necessidade de transparência

nos informes publicados pelas entidades, por isso a característica da transparência é um dos pilares que sustenta a Governança Corporativa.

2.2.1 Definição de Governança Corporativa

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC (2011) define Governança Corporativa como "o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas/cotistas, conselho e administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal." A Governança Corporativa visa aumentar a probabilidade dos fornecedores de recursos garantirem para si o retorno sobre seu investimento, por meio de um conjunto de mecanismos no qual se inclui o Conselho de Administração (SILVEIRA, 2002).

Shleifer e Vishny (1997, p. 743) definem Governança Corporativa como um conjunto de procedimentos ou restrições que os administradores precisam seguir, ou que os investidores os fazem seguir, com intuito de reduzir a má alocação dos recursos ex *post* e motivar os investidores a investirem mais recursos *ex ante*. Fama e Jensen (1983) complementam afirmando que o processo de decisão estando na mão de profissionais que não tem os mesmos interesses dos proprietários, torna-se necessário para controlar os problemas de agência por meio de sistemas de decisões que separem administração e controle das decisões importantes em todos os níveis da organização. A Governança Corporativa busca oferecer transparência a essas operações que geram os conflitos.

A aplicação de Governança Corporativa, dada sua definição, considera que a principal responsabilidade dos executivos é maximizar o valor para o acionista, que se opõe ao senso comum de que a teoria do equilíbrio dos *stakeholders* como principal objetivo dos executivos (OKIMURA, 2003). Jensen (2001) argumenta que a maximização do valor para o acionista explica claramente um *trade off* entre gastar uma unidade monetária com quaisquer das partes envolvidas, desde que o valor adicionado a longo prazo seja maior que uma unidade monetária, em contraste à teoria dos *stakeholders*, que não apresenta uma especificação conceitual para a tomada de decisões sobre os *trade offs* entre os diversos *stakeholders*. Nesse sentido, Jensen (2001) comenta que quando as empresas adotam a teoria do equilíbrio há tendência de livrar os administradores da responsabilidade pelos recursos da empresa, uma vez que não apresenta nenhuma medida de *performance*, os agentes ficam

impossibilitados de serem avaliados e isso contraria a hipótese fundamental de alinhamento de interesses que é um dos mecanismos da Governança Corporativa.

Com intuito de minimizar os conflitos de agência, em 2001 a Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA) lançou a classificação das empresas nela listada em diferentes segmentos de Governança Corporativa. Foram criados os Níveis Diferenciados 1, 2 e Novo Mercado, relacionados com a adequação que empresa tem com práticas de *Disclosure*, atuação do conselho, estrutura de propriedade e direitos do investidor minoritário.

2.2.2 Níveis de Governança Corporativa

Visando destacar as empresas comprometidas com maior transparência e melhores práticas de Governança Corporativa, sendo a adesão voluntária via contrato entre as partes, a BM&FBOVESPA criou os níveis diferenciados de Governança Corporativa. Os três níveis têm exigência crescente na adoção de práticas diferenciadas de governança. Novo Mercado (NM) e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa - Nível 1 e Nível 2 - são segmentos especiais de listagem que foram desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, ao mesmo tempo, o interesse dos investidores e a valorização das companhias (BM&FBOVESPA, 2011).

A adesão das Companhias ao Nível 1 ou ao Nível 2 está relacionada com o grau de compromisso assumido e acontece por meio de um contrato, assinado pela BM&FBOVESPA, e pelos representantes da Companhia (administradores, conselheiros fiscais e controladores). Na assinatura do contrato, as partes acordam em observar o Regulamento de Listagem do segmento específico, que consolida os requisitos que devem ser atendidos pelas Companhias listadas naquele segmento, além de, no caso das Companhias Nível 2, adotar a arbitragem para solução de eventuais conflitos societários (BM&FBOVESPA, 2011).

2.2.2.1 Governança Corporativa - Nível 1

Empresas listadas nesse segmento oferecem aos seus acionistas investidores melhorias nas práticas de Governança Corporativa que protegem os direitos societários dos acionistas minoritários e ampliam a transparência das companhias, com divulgação de maior volume de informações e de melhor qualidade, facilitando o acompanhamento do seu desempenho (BM&FBOVESPA, 2011).

Para que a empresa seja inserida como optante de Governança Corporativa Nível 1, ela precisa atender aos requisitos apresentados no Quadro 5.

Free float	Manter em circulação uma parcela mínima de 25% do capital;
Oferta de ações	Realizar ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
Prestação de informações	Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Trimestrais (ITRs) - documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BM&FBOVESPA, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras trimestrais - entre outras: demonstrações financeiras consolidadas e a demonstração dos fluxos de caixa. Melhoria nas informações relativas a cada exercício social, adicionando às Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) - documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BM&FBOVESPA, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras anuais - entre outras, a demonstração dos fluxos de caixa.
Transparência	Cumprir regras de transparência em operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas majoritários ou gestores da entidade;
Divulgação	Divulgar acordos de acionistas e programas de opções de ações (*stock option*)
	Disponibilizar um calendário anual dos eventos corporativos.

Quadro 5: Obrigações estabelecidas para Governança Corporativa – Nível 1
Fonte: Silveira (2002)

A característica principal é que a adoção de boas práticas de Governança Corporativa pelas empresas proporciona maior credibilidade ao mercado de capitais e, consequentemente, aumenta a confiança e a vontade dos investidores em comprarem as ações por um preço melhor, acarretando numa redução do custo de captação (BM&FBOVESPA, 2011).

Em 2010, ano base do estudo, as organizações pertencentes ao Nível 1 de Governança Corporativa, totalizavam 38 empresas, que representam aproximadamente 7% das entidades listadas na BM&FBOVESPA.

2.2.2.2 Governança Corporativa – Nível 2

As companhias Nível 2 submetem-se a todas as regras estabelecidas para as companhias Nível 1 e se comprometem a adotar um conjunto mais abrangente de práticas de governança e de direitos adicionais, conforme apresentado no Quadro 6:

Conselho de Administração	Com o mínimo de cinco membros e mandato unificado de até dois anos, podendo haver reeleição. Pelo menos 20% do Conselho precisa ser composto de membros independentes.
Divulgação de informações	Disponibilizar Balanço anual de acordo com as orientações do IFRS ou US GAAP;
Extensão de Direito	Extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, 80% desse valor para os detentores de ações

	preferenciais (*tag along*);
Direito a voto	Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo sempre que por força de disposição legal e estatutária, sejam deliberadas em assembléia geral;
Oferta pública de compra	Obrigatoriedade de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento de capital ou cancelamento do registro de negociação nesse nível;
Câmara de Arbitragem	Aderir a Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.

Quadro 6: Obrigações estabelecidas para Governança Corporativa – Nível 2
Fonte: Silveira (2002)

Alguns desses compromissos deverão ser aprovados em Assembleias Gerais e incluídos no Estatuto Social da companhia, mesmo estando presentes no Regulamento de Listagem (BM&FBOVESPA, 2011). Em 2010, ano base do estudo, as organizações pertencentes ao Nível 2 de Governança Corporativa, totalizavam 18 empresas, que representam aproximadamente 4% das entidades listadas na BM&FBOVESPA.

2.2.2.3 Governança Corporativa - Novo Mercado

O Novo Mercado - NM exige que as empresas, além de se comprometerem com as obrigações estabelecidas para os Níveis 1 e 2, emitam apenas ações ordinárias, eliminando as ações preferenciais. A premissa básica do NM é de que a valorização e a liquidez das ações são influenciadas positivamente pelo grau de segurança oferecido pelos direitos concedidos aos acionistas e pela qualidade das informações prestadas pelas companhias.

O processo de cadastramento de uma companhia no Novo Mercado ocorre por meio da assinatura de um contrato que implica a obriga ao cumprimento de um conjunto de regras societárias, genericamente chamadas de "boas práticas de Governança Corporativa", mais rigorosas do que as apresentadas na legislação brasileira. Essas obrigações, consolidadas no Regulamento de Listagem do Novo Mercado, aumentam a proteção dos direitos dos acionistas, ampliam a qualidade das informações usualmente prestadas pelas companhias, bem como a dispersão acionária e, ao determinar a resolução dos conflitos societários por meio de uma Câmara de Arbitragem, oferecem aos investidores a segurança de uma alternativa mais ágil e especializada (BM&FBOVESPA, 2011).

A identificação de cada nível de Governança Corporativa, em relação as exigências, pode ser visualizada no Quadro 7:

	Sem Governança	**Nível 1**	**Nível 2**	**Novo Mercado**
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (*free float)*	Não há regra	No mínimo 25% de *free float*	No mínimo 25% de *free float*	No mínimo 25% de *free float*
Características das Ações Emitidas	Permite a existência de ações ON e PN	Permite a existência de ações ON e PN	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência somente de ações ON
Conselho de Administração	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes.	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes.
Demonstrações Financeiras Anuais em Padrão Internacional	Facultativo	Facultativo	US GAAP ou IFRS	US GAAP ou IFRS
Concessão de *Tag Along*	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)	100% para ações ON 80% para ações PN	100% para ações ON
Adoção da Câmara de Arbitragem do Mercado	Facultativo	Facultativo	Facultativo	Facultativo

Quadro 7: Comparativo das Obrigações por Nível de Governança Corporativa
Fonte: BM&FBOVESPA (2011)

Em 2010, ano base do estudo, as organizações com praticas de Governança Corporativa cadastradas como Novo Mercado, totalizavam 112 empresas, que representam aproximadamente 21% das entidades listadas na BM&FBOVESPA. Até o final de 2010, as empresas classificadas como Governança Corporativa Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado estavam distribuídas conforme apresentado na Tabela 1.

Tabela 1: Número de Empresas com Governança Corporativa

Sem governança	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado	Total de empresas listadas
364	38	18	112	533

Fonte: BM&FBOVESPA (2011)

Conforme observado na Tabela 1, dentre as empresas que adotam praticas de Governança Corporativa, o Novo Mercado possui maior número de empresas participantes, porém ainda existem quase 70% das empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo que não estão enquadradas em nenhum dos modelos de governança oferecidos pela BM&FBOVESPA.

2.2.3 Pesquisas na Área de Governança Corporativa

Muitos são os trabalhos que relacionaram Governança Corporativa com diversas variáveis do mundo dos negócios, como custo de capital, volatilidade das ações, nível de evidenciação, valor da empresa, desempenho, como pode ser confirmado no estudo de Silveira (2002), Eng e Mak (2004), Salmasi (2007), Teixeira (2010), entre outros.

Silveira (2002) investigou se a estrutura de Governança Corporativa foi relevante para as companhias abertas brasileiras de 1998 a 2000 e se as companhias que adotam as orientações do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC e da Comissão de Valores Mobiliários – CVM alcançaram maior valor de mercado ou melhor desempenho. Três variáveis de governança foram definidas: separação do cargo de diretor executivo e presidente do conselho (DE), tamanho do conselho (TOT) e independência do conselho (INDEP). Uma regressão múltipla foi utilizada entre as variáveis dependentes de valor e desempenho e as variáveis independentes de Governança Corporativa. A variável DE apresentou os resultados mais expressivos, evidenciando que, em média, as empresas que tem pessoas distintas ocupando o cargo de diretor executivo e presidente do conselho tem maior valorização no mercado. A variável TOT apresentou uma relação não linear, sugerindo que as empresas com número intermediário de conselheiros têm melhor desempenho. A variável INDEP não apresentou relação significativa contra as variáveis valor e desempenho.

Eng e Mak (2003) desenvolveram uma pesquisa empírica para verificar a relação existente entre Governança Corporativa e *Disclosure* voluntário. O estudo foi desenvolvido em Singapura, com 158 empresas listadas na Bolsa de Valores. Os pesquisadores concluíram que menor participação dos administradores e maior participação do governo na estrutura acionaria de uma empresa são associados com um *Disclosure* voluntário maior. Os autores observaram que se a participação do governo é maior, significa que o Conselho é composto por mais membros independentes e isso resulta em um maior controle das ações dos gestores e consequentemente mais divulgação das informações.

Salmasi (2007) analisou a relação entre Governança Corporativa e o custo de capital próprio em empresas brasileiras de capital aberto. A autora investigou se empresas que adotam práticas de Governança Corporativa, medidas pelos níveis diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA possuem um menor custo de capital próprio associado quando comparados com empresas que não adotam tais práticas. Foi encontrada

uma relação positiva do custo do capital próprio com as empresas que adotam qualquer um dos níveis de Governança Corporativa, ou seja, o custo de capital próprio é maior para as empresas que aderiram a tais práticas. Dentro desse contexto não se confirma a hipótese de menor custo de capital próprio para associado à Governança Corporativa.

Kitagawa e Ribeiro (2009) buscaram identificar as práticas de governança das empresas latino-americanas aos princípios recomendados pela Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico, OCDE, para essa região (Brasil, Argentina, México e Chile). Especificamente o principio da responsabilidade do conselho de administração foi o foco do estudo. O principal objetivo é de verificar o posicionamento das empresas em relação as responsabilidades e a supervisão dos administradores como forma de garantir o controle e os resultados esperados pelos acionistas. Os resultados evidenciaram que o México é o pais com maior índice de atendimento as recomendações da OCDE, seguido do Brasil, Argentina e Chile. Os principais pontos fracos, de modo geral, foram a ausência de comitês específicos, compostos, no mínimo, por maioria de conselheiros independentes, e proibições de práticas como reuniões prévias ou instruções de voto dadas por acionistas controladores a conselheiros.

Teixeira (2010) pesquisou a relação entre o alinhamento às práticas recomendadas de governança relativas aos Conselhos de Administração e o nível de evidenciação. De forma mais especifica, avaliou a relação de complementaridade ou substituição entre as praticas de governança e o nível de evidenciação. Adicionalmente foi investigada a relação entre a presença de profissionais da área contábil nos conselhos de administração e o nível de evidenciação das empresas. Para mensurar o alinhamento às práticas de governança foi construído um índice composto por subíndices de independência, disponibilidade de tempo, diversidade e comitês. Para a variável dependente foi preparado um índice de evidenciação de acordo com a divulgação de políticas de gerenciamento de risco, gastos com auditoria, operações com partes relacionadas, código de ética e remuneração dos administradores. Constata-se que muitas recomendações em relação a independência, disponibilidade de tempo, diversidade e comitês ainda não foram adotadas pelas empresas, havendo muito a ser aprimorado. O comitê de auditoria com membros formados na área contábil apresenta índice de evidenciação estatisticamente superior àqueles que não tem esse profissional. Os resultados da análise de painel confirmam a hipótese da pesquisa em relação à complementaridade entre a adoção de práticas recomendadas de governança e o nível de evidenciação.

Schvirck e Gasparetto (2011) estudaram a relação entre a divulgação voluntária por segmento e Governança Corporativa antes do CPC 22. Segundo os autores as práticas de governança corporativa buscam minimizar a assimetria de informações existentes no mercado. A divulgação voluntária de informações financeiras ocorre quando a empresa pode ter algum benefício com tal prática. O pronunciamento CPC 22 requer que as companhias divulguem, a partir do exercício 2010, as informações por segmento. O estudo investigou uma amostra de empresas listadas na BM&FBOVESPA com intuito de verificar o tratamento dado a divulgação por segmento e correlacionar esse divulgação ao nível de Governança Corporativa. A pesquisa foi norteada por duas questões: as empresas que optam por melhores práticas de governança corporativa divulgam voluntariamente os resultados por segmento? Em caso afirmativo, as informações divulgadas atendem ao disposto no CPC 22? Utilizou-se levantamento documental dos dados, a partir das demonstrações contábeis publicadas e os resultados foram analisados de forma qualitativa descritiva. Os resultados encontrados demonstram que as companhias com maior nível de governança tendem a ter mais disposição à divulgação voluntária, no entanto percebe-se um baixo nível de aderência ao que a norma contábil prescreve para tal procedimento.

2.3 DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO

Quando um investimento é realizado na empresa, espera-se que o retorno seja superior ao investimento realizado. “O principio financeiro fundamental de toda empresa é oferecer um retorno de seus investimentos que cubra, pelo menos, a expectativa mínima de ganho de seus proprietários de capital” (ASSAF NETO, 2006, p. 61). Em síntese esse conceito relata que o mínimo que se espera das empresas é que as receitas sejam superiores às despesas de modo que seja possível remunerar o investidor.

De acordo com Wild *et al* (2007) citado por Lyra e Corrar (2009, p.5), o processo de avaliação das empresas pode ser dividido em três etapas: contábil, financeira e prospectiva. A análise contábil verifica até que ponto os números contábeis são confiáveis e refletem a realidade econômica da empresa. A qualidade dessa análise depende fundamentalmente da confiabilidade das demonstrações contábeis. A análise financeira possui três objetivos básicos: análise da lucratividade (*profitability analysis*), análise do fluxo de caixa (*analysis of cash flow*) e análise da capacidade da empresa honrar seus compromissos (*risk analysis*). Os

autores ainda comentam que a análise prospectiva é a que culmina com a previsão de futuros fluxos de caixa e é um processo relativamente subjetivo.

Lyra (2008) considera que o desempenho das empresas está fundamentado no tripé: rentabilidade, liquidez e endividamento, entendendo que a empresa com melhor desempenho é aquela que tiver o melhor resultado no relacionamento desses três indicadores, ou seja, aquela que tenha maior liquidez e rentabilidade com menor endividamento.

2.3.1 Indicadores de Desempenho Econômico-Financeiro

Tradicionalmente o conceito de análise de balanços é representado por indicadores econômico-financeiros. Os indicadores são frutos de cálculos matemáticos que tem como base os valores constantes no Balanço Patrimonial e Demonstração do Resultado do Exercício das empresas que buscam evidenciar a situação atual da empresa em termos de desempenho, bem como fazer previsões daquilo que pode acontecer no futuro (PADOVEZE, 2009, p. 205).

Na avaliação de desempenho financeiro, a verificação dos indicadores econômico-financeiros é aspecto de fundamental importância (ABE e FAMA, 1999, p. 3). Índice é relação entre contas ou grupo de contas das demonstrações contábeis que tem intuito de evidenciar situação econômica ou financeira de uma empresa e constituem a técnica de avaliação de desempenho mais utilizada (MATARAZZO, 1998, p. 153). Os indicadores utilizados para avaliar o desempenho das empresas são inúmeros e tem relação com o equilíbrio ou desequilíbrio financeiro, patrimonial e econômico. Dentre os mais conhecidos e citados por Matarazzo (1998), Assaf Neto (2002), Marion (2005) entre outros autores renomados, têm-se os seguintes indicadores: Liquidez, Estrutura de Capital, Rentabilidade e Atividade.

Os Indicadores de Liquidez são calculados pelo confronto entre as contas que representam as fontes de recursos com aquelas que representam as aplicações de recursos em giro. São por vezes confundidos com índices de capacidade de pagamento, mas os indicadores de Liquidez não comparam entradas e saídas oriundas do fluxo de caixa e sim confrontam valores de Ativos Circulantes com as Dívidas e visam medir a solidez financeira e identificar a existência de uma folga financeira entre as aplicações de recursos em giro e as fontes de recursos de terceiros. Os indicadores de liquidez mais utilizados são: Liquidez Geral (LG), Liquidez Corrente (LC), Liquidez Seca (LS), Liquidez Imediata (LI) e Capital Circulante Líquido (CCL).

- **Liquidez Geral**: confronta os recursos de terceiros de longo prazo, com as aplicações em giro de curto e longo prazo e identifica a situação financeira da empresa em um aspecto geral. Esse índice é obtido, dividindo o Ativo Circulante somado ao Ativo Realizável a Longo Prazo pelo Passivo Circulante mais o Passivo Exigível a Longo Prazo. (MATARAZO, 1998).
- **Liquidez Corrente**: faz o mesmo confronto da liquidez geral, porém considerando apenas os valores vencíveis e realizáveis no curto prazo, informando a posição financeira da empresa nesse período. O indicador da liquidez corrente é calculado pela divisão do Ativo Circulante pelo Passivo Circulante. (MATARAZO, 1998)..
- **Liquidez Seca**: informa a situação financeira da empresa sem considerar a realização dos estoques. É quociente importante, principalmente quando não é possível calcular a rotação dos estoques ou quando os estoques são de difícil conversibilidade em moeda. Esse indicador é o obtido pelo saldo do Ativo Circulante menos o estoque dividido pelo Passivo Circulante. (MATARAZO, 1998).
- **Liquidez Imediata**: observa a situação financeira da empresa imediatamente, confrontando os recursos já convertidos em espécie com as obrigações de curto prazo. A liquidez imediata é calculada pela divisão de caixa e equivalentes caixa pelo passivo circulante. (MATARAZO, 1998).
- **Capital Circulante Líquido**: pode ser entendido como o excedente encontrado no indicador de liquidez corrente e é chamado de folga financeira de curto prazo. É a diferença positiva entre os recursos aplicados no ativo circulante e as obrigações registradas no passivo circulante da empresa. (MATARAZO, 1998).

Os Indicadores de estrutura de Capitais mostram as linhas de decisões financeiras em termos de obtenção e aplicação de recursos, ou seja, demonstra a análise das fontes de financiamento indicando a relação da dependência da empresa em função dos recursos de terceiros. Os indicadores representativos da estrutura de capitais mais conhecidos são: Endividamento Geral (EG); Participação de Capital de Terceiros (PCT); Composição do Endividamento (CompE); Grau de Imobilização do Patrimônio Líquido (ImPL); Imobilização dos Recursos Não Correntes (ImRNC); e Índice de cobertura de juros (ICJ).

- **Endividamento Geral**: “O índice de endividamento geral mede a proporção dos ativos totais da empresa financiada pelos credores." GITMAN (1997 p. 117). De forma geral, quanto maior for este índice, maior será o montante de capital de terceiros, que vem sendo utilizado para gerar lucros. Esse indicador é obtido pelo confronto do exigível total pelo ativo total.
- **Participação de Capital de Terceiros**: também chamado de índice de grau de endividamento, indica a relação entre capitais próprios e de terceiros e demonstra a parte de terceiros em relação ao capital próprio investido na empresa. Esse indicador relaciona, portanto, as duas grandes fontes de recursos: Capital Próprio e Capital de Terceiros. Indica risco ou dependência a terceiros, por parte da empresa. Quando se aborda esse indicador se faz referência apenas do risco de insolvência e não da relação deste com o resultado obtido pela entidade. É calculado pela divisão do Capital de Terceiros pelo Capital Próprio. (MARION, 2005).
- **Composição do Endividamento**: demonstra como a dívida da empresa está composta, identificando a parcela da obrigação vencível em curto e em longo prazo. Para ter conhecimento desse índice, basta confrontar o passivo circulante com o capital de terceiros. (MARION, 2005).
- **Grau de Imobilização do Patrimônio Líquido**: esse indicador apresenta quanto do recurso próprio foi aplicado em recursos de natureza permanente, ou seja, qual a parcela do Patrimônio Líquido foi imobilizada e quanto restou para financiar o capital de giro. A parcela do Patrimônio Líquido que fica destinada ao Ativo Circulante é chamada de Capital Circulante Próprio. O índice de Imobilização do PL é calculado pela divisão dos ativos de natureza permanente (investimento, imobilizado e intangível) pelo Patrimônio Líquido. (MARION, 2005).
- **Imobilização dos Recursos Não Correntes**: esse índice oferece quanto dos recursos não correntes foram convertidos em ativos de natureza permanente. Pode-se considerar como recursos não correntes a soma do Patrimônio Líquido com o Passivo Exigível a Longo Prazo. Como os ativos de natureza permanente têm vida útil longa, a empresa pode utilizar recurso com prazo de vencimento longo para financiá-los, sem comprometer o capital de giro da empresa. A parcela de recursos não correntes destinado aos ativos de natureza

circulante também é chamada de Capital Circulante Próprio. Esse quociente é obtido pela divisão dos recursos não correntes (PL+PELP) pela soma dos ativos de natureza permanente (investimento, imobilizado e intangível), (MARION, 2005).

- **Índice de cobertura de juros**: por meio desse indicador é possível conhecer a capacidade da empresa de honrar compromissos contratuais. Quando maior for esse índice, maior a capacidade da empresa pagar suas obrigações com juros. Ele é calculado dividindo o lucro operacional pela despesa anual com juros. (GITMAN, 1997).

Uma das referências de maior interesse dos investidores é os Indicadores de Rentabilidade, uma vez que por meio dele é possível saber se os investimentos efetuados pelos fornecedores de recursos foram remunerados satisfatoriamente, ou seja, proporciona a informação do grau de êxito econômico da entidade. Esses indicadores medem a capacidade que os recursos investidos têm de produzir lucro, e isso pode ser feito de diversas formas, cada uma delas relacionada a um tipo de retorno da entidade, seja por meio do nível de vendas, nível de investimentos ou pelo nível de ativos. Os indicadores de rentabilidade mais utilizados são: Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido (RPL); Rentabilidade sobre o Ativo (RA); Margem Operacional (MO); Margem Líquida (ML); EBITDA (*Earnings before interest, taxes depreciation and amortization*), Giro do Ativo (GA); Lucro por ação (LPA); Valor Patrimonial da ação (VPA) e Resultados distribuídos (dividendos) por ação (RDA).

- **Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido**: esse indicador demonstra quanto de ganho os acionistas ou proprietários tiveram em virtude do capital investido na empresa. É o indicador definitivo da rentabilidade do investimento próprio. O calculo desse índice permite conhecer quanto a administração, fazendo uso dos recursos entregues pelos sócios, obteve de rendimento com a estrutura de despesas financeiras e da relação existente entre recursos próprios e de terceiros. Além disso possibilita a comparação com outras oportunidades de investimento disponíveis no mercado, identificando se a decisão de investir na empresa em analise foi correta. A obtenção desse índice se dá pela divisão do Lucro Líquido pelo Patrimônio Líquido médio. PL médio é obtido pela soma desse grupo no inicio e no final do período dividida por dois. (ASSAF NETO, 2002).

- **Rentabilidade sobre o Ativo**: por meio desse índice é possível verificar se qual a relação entre o lucro auferido e o total de investimentos realizados, considerando tanto os recursos próprios, quanto o de terceiros. É uma medida do potencial de geração de lucro por parte da empresa. O indicador de rentabilidade do ativo é calculado pela divisão do Lucro Líquido pelo Ativo Total. (ASSAF NETO, 2002).
- **Margem Operacional**: pode ser entendida como a parcela de lucros puros que a entidade aufere em cada unidade monetária vendida. O lucro operacional pode ser entendido como puro, uma vez que ignora as despesas ou obrigações (juros ou impostos de renda) e considera somente os lucros gerados pelas atividades operacionais da empresa. O quociente é encontrado mediante a divisão do lucro operacional pela receita liquida. (ASSAF NETO, 2002).
- **Margem Líquida:** esse índice, juntamente com RPL e RA, é um dos principais indicadores de retorno dos investimentos. Também conhecida como taxa de lucratividade, oferece a informação de quanto a empresa conseguiu transformar em lucro de cada unidade monetária vendida. É o quociente que mede o grau de sucesso da empresa em termos de lucro sobre as vendas. É obtido pelo confronto do Lucro Líquido com as Vendas Líquidas. (ASSAF NETO, 2002).
- **EBITDA:** no Brasil é conhecido como LAJIDA, que significa Lucro antes dos Juros, Impostos, Depreciações e Amortizações. É um indicador da capacidade de geração de caixa da entidade. Pode ser confrontado com o Ativo, sendo chamado então de EBITDA do Ativo ou pode ainda ser confrontado com a Receita Liquida, sendo o EBITDA das vendas. No primeiro caso oferece a informação de quanto de caixa foi gerado de todo investimento realizado na empresa. No segundo caso, oferece a informação de quanto de caixa foi gerado pelas vendas, sempre apresentado em forma de relação percentual. (ASSAF NETO, 2002).
- **Giro do Ativo:** esse indicador demonstra quantas vezes houve o giro do ativo em virtudes das vendas efetuadas pela empresa. Tem a intenção de demonstrar com que velocidade os investimentos se transformam em vendas, uma vez que as vendas representam o coração de uma empresa. É também

um indicador da produtividade financeira do capital investido. O cálculo desse índice é feito por meio da divisão das Vendas Líquidas pelo Ativo Total. (MATARAZO, 1998).

- **Lucro por Ação:** esse índice tem o mesmo significado da Rentabilidade do Patrimônio líquido. A finalidade dele é informar quanto de ganho cada ação proporcionou no período. O lucro por ação é calculado dividindo-se o Lucro Líquido pela quantidade de ações do capital social. (MATARAZO, 1998).
- **Valor Patrimonial da Ação:** indica o valor contábil da ação. Esse valor pode ser comparado com o valor de mercado para verificar se o valor patrimonial é maior ou menor, ou mesmo com o valor de aquisição das ações para verificar a rentabilidade ou não do investimento. O valor patrimonial da ação é obtido mediante a divisão do Patrimônio Líquido com a quantidade de ações do capital social. (IUDÍCIBUS, 2010).
- **Resultados distribuídos (dividendos) por Ação**: esse indicador demonstra quanto efetivamente a ação rendeu financeiramente para o investidor. Enquanto o lucro por ação mostra o resultado econômico do investimento, o dividendo por ação mostra o real encaixe de numerário naquele mesmo período em virtude do rendimento da ação. A diferença entre os dois está na parcela de lucro por ação não distribuído, ou seja, aquele retido pela empresa. (MATARAZO, 1098).

Além dos indicadores supramencionados, ainda tem-se aqueles relacionados com as atividades, que são fundamentais na analise conjunta com os indicadores de liquidez, estrutura e rentabilidade. Esses indicadores têm por objetivo evidenciar a dinâmica operacional da empresa, inter-relacionando o produto das transações da entidade e os valores constantes no Balanço Patrimonial a na Demonstração do Resultado do Exercício. Refletem a política da gestão do fluxo de caixa, bem como a capacidade da manutenção da continuidade das atividades operacionais. Os principais indicadores de atividade são o prazo médio de estocagem (PME), prazo médio de recebimentos (PMR), e os prazos médios de pagamentos (PMP). O giro do ativo total, já citado nos indicadores de rentabilidade, também é um indicador de atividade.

- **Prazo médio de recebimentos**: esse indicador informa qual é o tempo médio necessário para que a empresa consiga receber suas vendas ou serviços. Essa

informação é fundamental para o controle do fluxo de caixa, uma vez que é preciso combinar os prazos dos recebimentos com o dos pagamentos de modo com que o saldo em caixa não fique comprometido. O prazo médio de recebimentos é obtido pela divisão do saldo médio das duplicadas a receber pelas vendas do ano vezes 360 dias. (MATARAZZO, 1998).

- **Prazo médio de pagamentos**: da mesma forma que o prazo médio de recebimentos, o conhecimento do prazo médio dos pagamentos é de extrema importância para controle do fluxo de caixa. Esse indicador de atividade indica quanto tempo em média a empresa demora para fazer seus pagamentos. O prazo médio é calculado dividindo o saldo médio de fornecedores pelas compras do ano vezes 360 dias. (MATARAZZO, 1998).
- **Prazo médio rotação dos estoques**: demonstra a velocidade com que o estoque se transforma em venda, ou seja, indica o número de dias que o produto fica estocado até que seja vendido. O prazo médio de rotação dos estoques é obtido mediante a divisão do estoque médio pelo custo da mercadoria vendida vezes 360 dias. (MATARAZZO, 1998).

2.3.2 Pesquisas na Área de Desempenho Econômico-Financeiro

Bezerra e Corrar (2006) desenvolveram um estudo utilizando Análise Fatorial para identificar quais os indicadores de avaliação de desempenho seriam menos subjetivos. O estudo foi desenvolvido em empresas do ramo de seguros. Os autores concluíram que é possível usar a Análise Fatorial como forma de análise de um conjunto de variáveis, numéricas ou não, para demonstrar a sua importância nas explicações das variáveis envolvidas no estudo. Os indicadores Controles de Despesas Operacionais, Alavancagem e Liquidez foram selecionados como sendo os mais importantes na avaliação das seguradoras que participaram da pesquisa.

Soares (2006) pesquisou os indicadores financeiros em operadoras de plano de saúde. O objetivo do estudo era verificar se os indicadores financeiros selecionados pela Agencia Nacional de Saúde – ANS eram relevantes e suficientes para avaliar o desempenho da Operadoras de Planos de Saúde – OPS, comparando-os com os indicadores tradicionais sugeridos pela literatura. Foram analisadas 211 OPS, utilizando para tanto as demonstrações contábeis do ano de 2004. Aplicando a metodologia da Análise Fatorial, concluiu-se que os

indicadores selecionados pela ANS são relevantes e suficientes para avaliar o desempenho das OPS.

Um estudo realizado por Lyra e Corrar (2009) verificou quais os indicadores que melhor representam o desempenho econômico-financeiro das empresas. A pesquisa foi feita com 19 docentes renomados de diversas universidades, sendo três deles de universidades norte-americanas. Depois de apresentar uma lista de indicadores, os pesquisadores aplicaram a técnica *Delphi* e em três rodadas de estudo, identificaram, mediante a resposta dos docentes, seis indicadores como sendo os mais representativos na avaliação de empresas. Os indicadores, em ordem de importância foram: Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido, Rentabilidade sobre o Ativo, Liquidez Corrente, Composição do Endividamento, Crescimento das Vendas, Margem Líquida e Giro do Ativo.

Nunes (2010) verificou se havia diferenças nos indicadores contábeis de empresas consideradas sustentáveis e empresas consideradas não sustentáveis. Para tanto dividiu os indicadores contábeis em dois grupos: o primeiro composto pelos indicadores de taxa de pagamento de dividendos, crescimento dos ativos, alavancagem financeira, tamanho do ativo, liquidez corrente, variabilidade do lucro e beta contábil, representava a categoria risco. O segundo grupo, representando a categoria retorno, foi composto pelos indicadores de rentabilidade do ativo, rentabilidade do patrimônio líquido, giro do ativo e margem liquida. O teste *Mann-Withney* indicou que não há diferença entre os indicadores contábeis selecionados entre empresas sustentáveis e não sustentáveis.

Girioli (2010) verificou quais os indicadores contábeis mais utilizados em pesquisas acadêmicas. Para tanto analisou os artigos relacionados com avaliação de desempenho publicado nos periódicos ABCustos, UnB Contábil, Contabilidade Vista e Revista, Universo Contábil, Contabilidade e Finanças e Revista Contemporânea de Contabilidade, dos quais 29 artigos foram analisados. Também verificou os artigos publicados nos principais congressos nacionais da área, como CBC, USP, ENANPAD e ANPCONT, coletando 161 estudos. Ainda buscou os estudos realizados na Universidade de São Paulo, em forma de teses e dissertações, identificando mais 34 pesquisas. Ao todo foram 224 trabalhos na janela temporal de 1989 a 2008. Nesse estudo, a autora verificou que dos 224 trabalhos selecionados, apenas 101 utilizavam alguma variável econômico financeira para mensurar o desempenho. Foram identificadas 237 variáveis distintas utilizadas na avaliação de desempenho, mas o ROE foi abordado em 40% dos trabalhos, sendo, portanto a variável econômico-financeira mais utilizada em pesquisas que tratam de desempenho.

Conforme o exposto pode-se perceber que existem muitos trabalhos que verificam o desempenho e outros tantos que discutem o *Disclosure* da informação, os quais analisam as diversas formas de evidenciação. Porém existe carência de estudos que relacionem o desempenho com a divulgação informacional, principalmente por meio da análise qualitativa dos Relatórios da Administração.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A evolução científica é fruto da atividade humana, que diante da necessidade e curiosidade passa a investigar o meio em que vive com o intuito de buscar novas descobertas. Em virtude da grandeza desse meio, o homem está envolvido em diversos tipos de ambientes e por isso utiliza-se de diversos tipos de conhecimento (filosófico, teológico, empírico ou científico), por meio dos quais, evolui e faz evoluir a sociedade em que está inserido. O conhecimento científico é aquele que pressupõe aprendizagem superior e exige aplicação de procedimentos sistemático e metódico sobre o fenômeno estudado. Difere do saber empírico pela maneira de conhecer e pelos instrumentos metodológicos que utiliza na busca do conhecimento. É o conhecimento científico que satisfaz a necessidade do ser humano de estar sempre em busca do aperfeiçoamento, de novas descobertas, fazendo uso de seu intelecto. (FACHIN, 2002, p. 5 -12).

Para que um trabalho seja considerado científico faz-se necessário a utilização de metodologias e métodos. Entende-se por metodologia "o estudo analítico e crítico dos métodos de investigação e de prova." (GOMES, 2001 p.5). Para Martins e Theóphilo (2007, p.37)"a ciência busca captar a realidade; a metodologia trata de como isso pode ser alcançado" enquanto que o método "é o caminho para se chegar a determinado fim ou objetivo". Sobre esse assunto, Richardson (1999, p. 22) se manifesta explicando que método "é o caminho ou maneira para se chegar a determinado fim ou objetivo [...] metodologia são os procedimentos ou regras utilizados por determinado método".

3.1 CARÁTER TEÓRICO-METODOLÓGICO

A seguir é apresentada a teoria que sustenta esse estudo, as hipóteses da pesquisa bem como o detalhamento de cada constructo. O detalhamento de cada constructo permite que outros pesquisadores tenham condições de verificar o estudo, aspecto este que torna o trabalho científico. (FACHIN, 2002).

3.1.1 Teoria de Base

Esse estudo é orientado pela Teoria da Divulgação preconizada por Verrechia (2001), mas precisamente pela segunda categoria: Pesquisa sobre Divulgação baseada no

Julgamento, uma vez que o gestor pode julgar qual das informações é mais interessante para ser divulgada e com base nesse julgamento, redigir o RA. Também considera o entendimento de Dye (2001) que entende que a divulgação da informação está inserida na Teoria dos Jogos, pois o gestor sempre busca o equilíbrio entre o custo e o benefício da informação evidenciada. Nesse sentido, a presente pesquisa utiliza como teoria que sustenta o estudo, tanto a Teoria da Divulgação, quanto a Teoria dos Jogos mencionada por Dye (2001), uma vez que a análise de conteúdo realizada nos Relatórios de Administração procura identificar se o principal enfoque desse documento é influenciado pelo desempenho da empresa. Assim, o gestor poderia escolher, ou julgar quais informações ele considera como positivas em detrimento daquelas que poderiam não ser tão boas.

Fiani (2009) relata que a Teoria dos Jogos é extensa e sempre é empregada no mundo dos negócios, com intenção de vitória pelos "jogadores". Nesse sentido, percebe-se que o entendimento de Dye (2001), quanto à divulgação da informação, está inserido no jogo entre o custo e o benefício, onde se busca sempre que o benefício supere o custo no processo de divulgação da informação. Segundo Fiani (2009) há muitos anos já se reconhece a importância da Teoria dos Jogos em questões políticas e relações sociais, bem como na atividade de natureza militar.

3.1.2 Hipóteses

A pesquisa verificou se algum indicador de desempenho pode explicar o enfoque informacional adotado no Relatório da Administração. Nessa hipótese todos indicadores foram testados com todos os enfoques, com intuito de identificar se existe relação entre eles, ou seja, se algum indicador pode explicar determinado enfoque. Para isso a primeira hipótese de teste foi definida:

$H_{0,1}$ – Não existe relação entre os indicadores de desempenho e o enfoque informacional do Relatório de Administração.

O estudo também procurou detectar se existe variação do enfoque informacional dos Relatórios de Administração em virtude da variação no desempenho das empresas listadas na BM&FBOVESPA. Diante disso, a segunda hipótese de teste foi definida da seguinte forma:

$H_{0,2}$ – Não existe variação no enfoque informacional dos Relatórios de Administração em situação de melhor ou pior desempenho.

Ainda foi testado se o fato de a empresa adotar práticas de Governança Corporativa influencia no comportamento da informação apresentada no Relatório da Administração. Nesse sentido, a terceira hipótese de teste foi definida como:

$H_{0,3}$ – Não existe variação no enfoque informacional dos Relatórios de Administração em empresas com ou sem Governança Corporativa.

Por fim teve-se a pretensão de identificar se existe diferença interna entre os três níveis de Governança Corporativa. Para tanto, uma quarta hipótese foi testada:

$H_{0,4}$ – Não existe variação no padrão informacional dos Relatórios de Administração entre os três níveis de Governança Corporativa.

As hipóteses podem ser expressas na Figura 1, que ilustra o desenho de pesquisa:

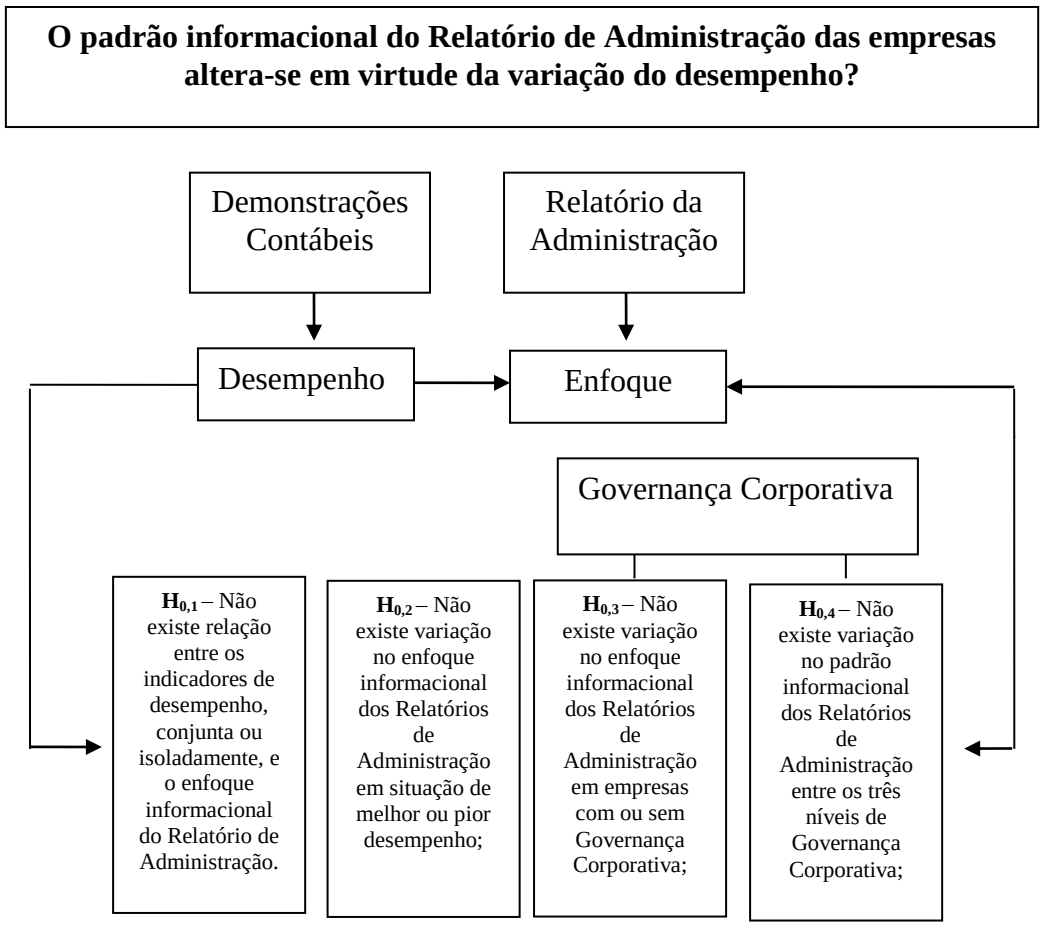

Figura 1: Desenho da Pesquisa

3.1.3 Constructos e definições operacionais das variáveis

Os construtos e varáveis, juntamente com a escala de mensuração e referências, estão apresentados no Quadro 8.

Constructos	Definições Constitutivas	Definições Operacionais	Técnica de Análise	Referências
Enfoque da Informação	"Enfoque: Maneira de enfocar ou focalizar um assunto, uma questão." "Focalizar: por em foco, fazer voltar a atenção, o estudo para; salientar, evidenciar." "Análise de Conteúdo é um conjunto de técnicas de análise de comunicação visando a obter, por procedimentos sistemáticos e objetivos de descrição do conteúdo das mensagens, indicadores (quantitativos ou não) que permitam a inferência de conhecimentos relativos às condições de produção/recepção destas mensagens".	Operacional; Fluxo de Caixa; Resultado; Faturamento; Conjuntura Econômica; Mercado; Responsabilidade Social e Ambiental; Governança Corporativa; Tecnologia; e Fontes e Usos de Recursos;	Análise de conteúdo Infometria	Ferreira (1986) Bardin (1995)
Desempenho	"Por desempenho entende-se a realização de uma atividade ou conjunto de atividades". "Desempenhos são, em sua essência, dimensões pelas quais podem ser visualizadas as diversas atividades empresariais".	Rentabilidade sobre o patrimônio líquido; (ROE) Rentabilidade sobre o ativo; (ROA) Liquidez corrente; (LC) Composição do endividamento; (NE) Giro do ativo; (GA) e Margem líquida (ML).	Constituição de escores	Pereira (1993) Lyra e Corrar (2009)
Governança Corporativa	"O sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas/cotistas, conselho e administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal."	Sem Governança Nível 1 Nível 2 Novo Mercado	Índice de Governança Corporativa - IGC	BM&F BOVESPA (2011) IBGC (2011)

Quadro 8: Definindo Constructos e Variáveis
Fonte: Autora

3.1.3.1 Enfoque da Informação

O enfoque da informação foi definido por meio da análise de conteúdo, fazendo uso da técnica orientada por Bardin (1995). Segundo ela, a análise de conteúdo organiza-se em torno de três pólos cronológicos:

a) Pré-análise;

b) Exploração do Material;

c) O tratamento dos resultados, a inferência e a interpretação.

Na fase de **pré-análise** tem-se o período de organização propriamente dita. A primeira atividade dessa fase é a *leitura flutuante*, que consiste em estabelecer contato com os documentos, analisar e conhecer o texto. Em seguida se processa a *escolha dos documentos*, que pode acontecer antes ou depois da leitura flutuante. Depois de efetuadas as escolhas procede-se a *constituição do corpus* definida. Corpus é o conjunto dos documentos que serão submetidos à análise. A próxima atividade é a *formulação das hipóteses e objetivos*. Nessa fase são estabelecidas hipóteses que serão confirmadas ou infirmadas com os procedimentos de análise. Em seguida procede-se a *referenciação dos índices e a elaboração de indicadores*, que são escolhas de indicadores em função das hipóteses previamente definidas. Uma das formas de definir o indicador consiste na frequência de expressões que direcionem para determinado enfoque da mensagem implícita no conteúdo analisado. A última atividade da fase de pré-análise consiste na *preparação do material*, que pode ir desde o alinhamento dos enunciados até a transformação linguística. No caso de tratamento informático, os textos devem ser preparados de acordo com as possibilidades de leitura e instruções do programa. (BRADIN, 1995, p. 95-101).

Ainda, segundo a autora, na segunda fase da análise tem-se a **exploração do material.** Se as fases de pré-análise foram adequadamente realizadas, nessa fase apenas são administradas sistematicamente as decisões tomadas. Consiste basicamente em operações de codificação, desconto ou enumeração em função de regras previamente formuladas. (BARDIN, 1995, p.101).

A última fase da análise de conteúdo configura-se pelo **tratamento dos resultados obtidos e interpretação.** O tratamento pode ser feito por técnicas estatísticas simples como percentagens ou mais complexas como análise fatorial para estabelecer gráficos, diagramas e modelos que coloquem em evidencia as informações fornecidas pela análise. Para indicar rigor na análise, os resultados são submetidos a provas estatísticas e testes de validação.

Tendo resultados significativos, o analista pode fazer inferências e adiantar interpretações ou servir de base para novas análises.

A organização da análise pode ser mais facilmente visualizada na Figura 2, apresentada a seguir:

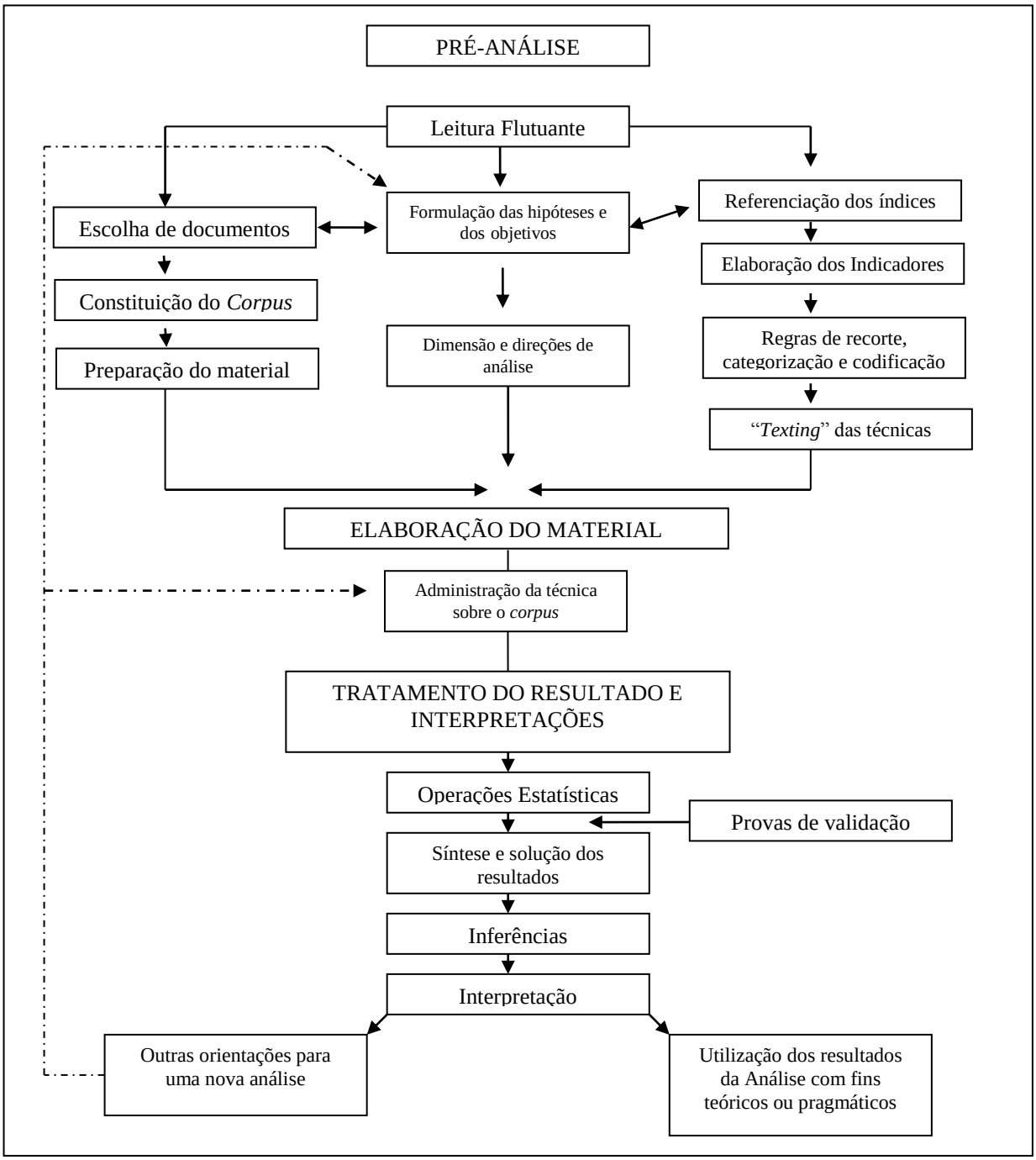

Figura 2: Desenvolvimento de uma Análise
Fonte: Bardin (1995, p.102)

No presente estudo foi utilizado o protocolo de análise proposto por Bardin (1995), para o qual foram realizados os seguintes procedimentos:

1º passo: Da amostra de empresas foram sorteados 10% dos Relatórios da Administração, objetos de análise, para proceder a leitura flutuante, obedecendo a primeira atividade da fase de pré-análise. O sorteio dos relatórios para leitura flutuante foi feito por meio da ferramenta "aleatório entre", disponível no *software Windows Excel*. Todos os casos da amostra foram numerados e em seguida a ferramenta matemática "aleatório entre" sorteou 17 relatórios, que equivale a aproximadamente 10% dos 161 casos.

2º Passo: Os 17 relatórios foram lidos e os indicadores foram definidos e um quadro contendo as principais expressões que indicam cada enfoque foi preparada, levando em consideração os termos contidos nos relatórios que compuseram a amostra. Foram identificados dez enfoques principais (variáveis dependentes), os quais são apresentados a seguir:

i. **Indicador com enfoque Operacional:** nesse enfoque o gestor enfatiza atividades rotineiras da empresa, como funcionamento do setor produtivo, forma de produção, tipos de produtos, alteração de embalagens, entre outros fatores de produção.
ii. **Indicador com enfoque em Fluxo de Caixa:** a informação com enfoque em fluxo de caixa evidencia principalmente o EBITDA, apresentando qual foi o caixa gerado pela atividade naquele período.
iii. **Indicador com enfoque em Resultado**: o indicador com foco no resultado explica o lucro contábil, subdividido em lucro bruto, lucro operacional e lucro líquido.
iv. **Indicador com enfoque em Faturamento:** esse indicador demonstra a ênfase que o gestor dá ao faturamento da empresa, citando as vendas e a receita auferida pela empresa no período.
v. **Indicador com enfoque na Conjuntura Econômica:** esse enfoque enfatiza informações sobre geração de emprego, taxas de juros, variações cambiais, crise econômica, custo de capital, dentre outros.
vi. **Indicador com enfoque em Mercado:** o indicador com foco no mercado evidencia a participação da empresa no mercado, demonstrando a ampliação da empresa por meio da abertura de filiais, importação e exportação de produtos.

vii. **Indicador com enfoque em Responsabilidade Social e Ambiental:** nesse enfoque os gestores relatam todo investimento que a empresa realiza em projetos sociais, capacitação de colaboradores, sustentabilidade, proteção e preservação ambiental, instalação de equipamentos que não agridem o meio ambiente.

viii. **Indicador com enfoque em Governança Corporativa**: por meio desse enfoque os gestores apresentam que as informações são tomadas sem gerar conflitos entre acionistas e gestores, relacionamento com auditores independentes, transparência, equidade, prestação de contas e cumprimento das leis.

ix. **Indicador com enfoque em Tecnologia**: nesse enfoque fica enfatizado o investimento que a empresa realiza em melhoria dos equipamentos, bem como em tecnologia da informação.

x. **Indicador com enfoque em Fontes e Usos de Recursos:** nesse enfoque é apresentado como a empresa capta seus recursos e onde ela aplica, portanto são mencionados termos como capital próprio e de terceiros, empréstimos e financiamento, endividamento, investimentos, aquisições, participações, novos negócios, novas lojas, novos produtos etc.

3º Passo: Todos os relatórios de administração pertencentes à amostra foram preparados para serem submetidos ao *software* Atlas TI;

4º Passo: Exploração do material: todos os relatórios foram submetidos a análise de conteúdo. No processo de codificação, foi escolhida a palavra como unidade de registro e a sentença como unidade de contexto. Quanto a regra de enumeração optou-se pela frequência das palavras pré-classificadas como pertencentes a um enfoque específico. Segundo Bardin (1995) frequência é a medida mais geralmente usada; a importância de uma unidade de registro aumenta com a frequência de aparição.

O Quadro 9 apresenta as expressões selecionadas que remete a cada enfoque, que foram submetidas ao exame de frequência em cada Relatório da Administração com intuito de identificar qual dos enfoques teve maior número de expressões. Na pesquisa documental foram considerados os radicais de algumas expressões (Apêndice II), e solicitado que as palavras derivadas desses radicais fossem somadas na busca, por exemplo: Para o radical

“produ”, foram consideradas as expressões produto, produtos, produção, produtividade, produzindo, produz, produziu. Dessa forma todas as expressões relacionadas com o radical da palavra foram computados na análise. Também foram identificados os sinônimos de cada expressão para potencializar a busca das expressões e minimizar o descarte de palavras relacionadas com os enfoques definidos.

Enfoque	Expressões
Conjuntura Econômica	Ambiente econômico, Cenário adverso, Cenário financeiro, Cenário mundial, Crise, Deflação, Economia, Governo, Incentivos governamentais, Inflação, Oferta e Demanda, Preços, Recessão, Renda, Risco, Taxa de câmbio, Taxas de juros;
Faturamento	Receita, Revenda, Venda;
Fluxo de Caixa	DFC, Depreciação, EBIT, EBITDA, Fluxo de caixa, Geração de caixa, Capital de giro, LAJIDA, LAJIR, Liquidez;
Fontes e Usos de Recursos	Ampliação, Aquisições, Aumento de ações preferenciais, Aumentos de ações ordinárias, Avanços, Capital de terceiros, Capital próprio, Captação, Diversificação, Dívida, Empréstimo, Endividamento, Expansão, Financiamento, Fusões, Incorporação, Investimentos, Novas lojas, Novas marcas, Novos negócios, Novos produtos, Participação;
Governança Corporativa	Acionistas, Auditoria, Boas práticas, Diálogo, Comitês, Comunicação, Conduta, Confiança, Conselho de administração, Conselho fiscal, Controles internos, *Disclosure*, Dividendos, Divulgação, Ética, Evidenciação, Executivos, Gestão transparente, Governança Corporativa, Investidores, Lei *Sarbanes-Oxley*, Melhores práticas, Minoritárias, Nível 1, Nível 2, Novo Mercado, Ouvidoria, Princípios e valores, Relacionamento, Riquezas, Segurança, Transparência;
Mercado	Clientes. Comercialização, Competitivas, Comprador, Concorrência, Consumidor, Dinâmicas mercadológicas, Exportação, Importação, Mercado, Segmento, Territórios geográficos, Usuários, Volatilidade das ações;
Operacional	Consumo de materiais, Capacidade, Fabricação, Eficiência operacional, Eficácia operacional, Escala, Manutenção, Operações, Produção, Serviços;
Responsabilidade Social e Ambiental	Ambiental, Arborização, Assistência, Associação, Benefício, Bolsas-auxílio, Capacitação, Carreira, Colaboradores, Coleta seletiva de lixo, Comprometimento, Compromissos, Conservação, Consumo de água, Cooperadores, Creche, Cultura, Cursos, Desenvolvimento profissional, Desigualdade social, Desmatamento, Direitos Humanos, Ecoeficiência, Educação, Ensino fundamental, Ensino médio, Equipe, Escolas, Esporte, Estagiários, Inclusão digital, Materiais recicláveis, Mudança comportamental, Plano de cargos, Políticas públicas, Portadores de necessidades especiais, Pré-escola, Projetos comunitários, Projetos Sociais, Qualificação Profissional, Responsabilidade social, Poluição, Saúde, Sociedade, Socioambientais, Sustentabilidade, Treinamento;
Resultado	Criação de valor, Desempenho, Despesas, Diluição de custos fixos, Econômico-financeiro, Ganho, Imposto de Renda, Lucro, Margem bruta, Margem líquida, Margem operacional, Otimização de custos, Performance, Redução de custos, Rendimentos, Rentabilidade, Resultado, Retorno;
Tecnologia	Inovações tecnológicas, Tecnologia, Convergência digital, Computadores, Automatizados, Tecnologia da informação, Inovação Digital, Internet, Pesquisas e desenvolvimento; P&D;

Quadro 9: Expressões relacionadas com cada Enfoque
Fonte: Elaborado pela autora

A expressão “crescimento” não foi considerada no enfoque de Fontes e usos de Recursos, pois a mesma poderia também representar outros enfoques, como operacional, resultado, faturamento entre outros, podendo distorcer a análise.

Por não serem encontradas referências científicas sobre quais expressões que representam cada enfoque, bem como das definições dos próprios enfoques, considera-se essa estruturação como uma limitação da pesquisa, visto que se outros enfoques forem considerados ou outras expressões forem relacionadas aos enfoques, é possível que um resultado diferente seja encontrado. Vale salientar que a definição tanto dos enfoques quanto das expressões deu-se em virtude da análise dos próprios Relatórios da Administração.

5º Passo: Tratamento dos dados obtidos e interpretação: para possibilitar o tratamento dos dados, minimizando o máximo possível a subjetividade da informação, para cada enfoque pré-selecionado, é apresentada uma nota, variando entre 0 e 100, de acordo com intensidade do enfoque no RA, indicada pelo percentual de participação no número de expressões em relação ao total de palavras contidas no RA. Dessa forma não houve a interferência de relatórios mais longos ou mais curtos no momento de atribuir as notas e comparar os enfoques. Nesse sentido alguns enfoques terão nota zero, quando o RA não fizer nenhuma menção a ele e outros terão suas notas relacionadas com o grau de intensidade da aparição de palavras que indiquem o referido enfoque informacional. Com esse procedimento, é possível interpretar os dados e submetê-los aos testes estatísticos compatíveis e poder assim testar as hipóteses de pesquisa.

A ênfase em qualquer um dos dez enfoques relacionados foi verificada por meio da infometria, especificamente pelo conjunto de palavras ou sentenças encontradas no relatório que indicaram qual o enfoque abordado no RA. Nesse sentido, pelo número de palavras ou sentenças relacionadas com cada enfoque pré-definido encontradas no relatório, foi demonstrada qual a ênfase dada pelo conteúdo da mensagem.

3.1.3.2 Desempenho

Para classificar as empresas em melhor ou pior desempenho, foi usado como base o estudo realizado por Lyra e Corrar (2009). Usando a técnica *Delphi*, em uma pesquisa com três rodadas identificaram os seguintes indicadores como sendo os mais apropriados para avaliação de desempenho: Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido, Rentabilidade sobre o Ativo, Liquidez Corrente, Composição do Endividamento, Crescimento das vendas, Margem Líquida e Giro do Ativo.

3.1.3.3 Governança Corporativa

Para separar as empresas entre os diversos níveis de Governança Corporativa foi utilizada a classificação desenvolvida pela BM&FBOVESPA. Nesse sentido, têm-se as empresas do Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2, que são aquelas que adotam práticas de governança corporativa e as sem governança corporativa, que são aquelas listadas no BM&FBOVESPA, mas que não integram nenhum dos grupos de governança citados.

3.2 ESTRATÉGIAS DE PLANEJAMENTO DA PESQUISA

Nesse item serão demonstradas a abordagem metodológica, a classificação pesquisa quanto ao problema, objetivos e estratégia de pesquisa. Também será evidenciada a forma com que os dados foram coletados bem como a apresentação do efeito do pesquisador nas variáveis de pesquisa. Ainda apresenta-se a abordagem quanto a dimensão do tempo e ao escopo do estudo.

3.2.1 Abordagem Metodológica

A abordagem metodológica da pesquisa será a empírica, que segundo Theófilo e Iudícibus (2001, p.5) é: “a ciência que explica apenas a face observável da realidade. A superfície dos fenômenos é a única dimensão alcançada pelos sentidos”. De acordo com a classificação de Martins (2002, p. 26), este estudo pode ser considerado com abordagem empírico-analítica, uma vez que utiliza técnicas estatísticas com intuito de obter inferências a partir de uma amostra selecionada.

3.2.2 Abordagem com relação ao problema

Quanto à abordagem do problema, trata-se de uma pesquisa qualitativa e quantitativa. Martins e Theófilo (2007) apresentam que a pesquisa quantitativa considera tudo o que pode ser quantificável, o que significa traduzir em números as opiniões e informações para classificá-las e analisá-las. Já a pesquisa qualitativa se preocupa com a interpretação dos fenômenos e a atribuição dos significados.

No presente estudo, a abordagem do problema sob a ótica de pesquisa qualitativa acontece por meio da análise de conteúdo e da infometria. A análise de conteúdo foi realizada para definir o enfoque dado à informação em cada Relatório da Administração. A infometria foi a ferramenta utilizada para identificar as palavras que indicam qual a ênfase adotada por cada relatório.

A pesquisa quantitativa foi utilizada para classificar as empresas em grupos de melhor e pior desempenho, por meio do conjunto de indicadores de avaliação de desempenho selecionado. Essa modalidade de pesquisa foi aplicada também na definição do enfoque, uma vez que este foi representado por uma nota atribuída pela intensidade da aparição de termos que indiquem determinado enfoque, tornando possível o teste da hipótese entre os grupos de melhor e pior desempenho.

3.2.3 Abordagem com relação ao objetivo de estudo

Quanto aos objetivos o presente estudo engloba a pesquisa descritiva com nuances de estudo explicativo/causal. Segundo Gil (2009, p. 28) a pesquisa descritiva tem como objetivo primordial o estabelecimento de relações entre as variáveis e a descrição das características de um grupo ou fenômeno. Enquanto que a pesquisa explicativa procura identificar os fatores determinantes que contribuíram para a ocorrência dos fenômenos. Para Hair Jr. *et al* (2005, p. 89) os estudos causais testam se um evento causa outro evento ou não.

A presente pesquisa foi descritiva, pois analisou uma determinada população, com o intuito de descrever qual o comportamento do discurso apresentado no Relatório de Administração. Os planos de pesquisa descritiva geralmente são estruturados e especialmente criados para mensurar as características descritas em uma questão de pesquisa. As hipóteses normalmente irão direcionar o processo e oferecer uma lista do que precisa ser mensurado (HAIR JR *et al*, 2005, p.86). Foi explicativa ou causal, pois analisou se o desempenho da empresa causa alteração no discurso apresentado nos Relatórios da Administração.

3.2.4 Abordagem quanto à estratégia de pesquisa

No que tange aos procedimentos técnicos ou estratégias de pesquisas, o presente trabalho utilizou-se de pesquisa bibliográfica e documental. Pesquisa bibliográfica, segundo Cervo e Bervian (1996, p.49) “procura explicar um problema a partir de referências teóricas

publicadas em documentos". A pesquisa bibliográfica é desenvolvida tomando como base e fonte de consulta materiais já elaborados como livros e artigos científicos. Já a pesquisa documental vale-se de materiais que ainda não receberam tratamento analítico ou que podem ser reelaborados dependendo do objetivo do pesquisador (GIL, 2009, p. 50-51). Ainda segundo Gil (2009), dentro da pesquisa documental, existem os documentos de "primeira mão", que são documentos oficiais, reportagens de jornal, fotografias, entre outros e os documentos de "segunda mão" que são aqueles que de alguma forma já foram analisados, como relatórios de pesquisa, relatórios de empresas, tabelas estatísticas. Esse estudo pesquisa documentos de "segunda mão" que são os Relatórios da Administração.

3.2.5 Abordagem quanto às técnicas de Coleta de Dados

A técnica de coleta de dados aconteceu de forma sistemática, que "realiza-se em condições controladas, para responder a propósitos preestabelecidos. Todavia, as normas não devem ser padronizadas nem rígidas demais, pois tanto as situações quanto os objetos e objetivos da investigação podem ser muito diferentes" (MARCONI e LAKATOS, 2001, p. 81).

Os dados foram coletados por meio das informações publicadas no site da BM&FBOVESPA, dados disponíveis no banco de dados da Economática e no *site* www.comdinheiro.com[4]. Por meio das Demonstrações Contábeis divulgadas no *site*, os indicadores sugeridos por Lyra e Corrar (2009) foram calculados e em seguida os escores foram constituídos com base no desempenho auferido por cada empresa da amostra, formando um grupo com as empresas de melhor desempenho e outro grupo com empresas de pior desempenho. Em seguida os Relatórios de Administração da cada empresa pertencente ao grupo de melhor e pior desempenho foram submetidos à análise de conteúdo por meio da infometria, utilizando o *software* de Análise de Dados Qualitativos, com o objetivo de testar as hipóteses da pesquisa.

[4] O *site* comdinheiro.com tem o objetivo de servir de apoio a professores e estudantes que se dedicam ao estudo de finanças, mercado financeiro, finanças corporativas e finanças pessoais. O *site* é idealizado e mantido pelos Professores de Finanças da USP e do INSPER (antigo IBMEC-SP)

3.2.6 Abordagem quanto ao efeito do pesquisador nas variáveis em estudo

Quanto ao poder do pesquisador em produzir efeitos nas variáveis em estudo, trata-se de um estudo *ex post facto*. “Com um planejamento *ex post facto*, os investigadores não tem controle sobre as variáveis no sentido de poderem manipulá-las. Eles podem apenas relatar o que aconteceu ou o que está acontecendo.” (COOPER e SCHINDLER, 2003, p. 128).

3.2.7 Abordagem quanto à dimensão do tempo

Quanto à dimensão do tempo, trata-se de um estudo transversal. “Os estudos transversais são feitos uma vez e representam o instantâneo de um determinado momento”. (COOPER e SCHINDLER, 2003, P. 129). Pretende-se verificar se existe um padrão informacional do RA em situações de melhor e pior desempenho, bem como comparar o comportamento das informações nos diversos níveis de Governança Corporativa, tendo como base a classificação do desempenho bem como os Relatórios da Administração das empresas que compuseram o IBOVESPA, participando do mesmo com 1% ou mais, dentro da janela temporal de 2006 a 2010.

3.2.8 Abordagem quanto ao escopo do estudo

Realizou-se um estudo estatístico para a parte quantitativa da pesquisa, visto que foi dada ênfase a amplitude. Com relação à parte qualitativa da pesquisa, o escopo foi a análise de conteúdo, com ênfase na profundidade. A análise de conteúdo consiste em analisar regulamentos, estatutos, jornais internos, circulares, material escrito divulgado em site institucional. (MARTINS, 2002).

3.3 INSTRUMENTOS DE PESQUISA

Para identificação dos grupos de Pior e Melhor Desempenho, foram calculados os indicadores sugeridos por Lyra e Corrar (2009) com base no banco de Dados da Economática e também com dados do *site* www.comdinheiro.com. Uma planilha do *Excel* foi utilizada para registrar todos os indicadores de todas as empresas, nos cinco anos da análise (Apêndice I). Em seguida todos indicadores foram transformados em um escore, conforme os pesos

sugeridos no estudo de Lyra e Corrar (2009). Por meio desse escore, os dados foram separados em três grupos. O primeiro foi denominado grupo de Pior Desempenho, formada pelos 54 escores mais baixos, o segundo recebeu a nomenclatura de área Cinza ou de Indeterminação, composta pelos 53 escores medianos e o terceiro grupo foi denominado de Melhor Desempenho e ficou composto pelos 54 escores mais altos. Assim foram definidas as variáveis independentes.

Para definição do enfoque informacional de cada Relatório da Administração, houve inicialmente a leitura prévia dos mesmos, por meio da qual foram identificados os principais enfoques, bem como as expressões que remetiam a cada um deles. Na sequência, todos os relatórios foram submetidos a infometria, considerando a frequência de cada expressão pré-definida. O conjunto de expressões identificadas foi tabulada em uma planilha *Excel*, por meio da qual as participações de cada enfoque foram calculadas, dando origem às variáveis dependentes do estudo (Apêndice III).

Após o cálculo dos indicadores e dos enfoques informacionais em cada um dos casos da amostras, os dados foram submetidos a ferramenta estatística Regressão com Dados em Painel, o qual proporcionou o teste das quatro hipóteses do estudo. Para desenvolver a análise estatística foi utilizado o *software* Stata.

3.4 POPULAÇÃO E AMOSTRA

De acordo com Cooper e Schindler (2003, p. 150), uma população é o conjunto completo de elementos sobre os quais se deseja fazer alguma inferência. A população da presente pesquisa foram as empresas listadas na BM&FBOVESPA, que correspondem a 533 empresas no momento.

A primeira amostra foi constituída pelas empresas que participam com 1% ou mais do IBOVESPA, nos últimos 5 anos, ou seja, dos anos 2006 a 2010, que englobavam 135 casos, dos quais 35 eram classificadas como Novo Mercado, 57 como Nível 1 de Governança, 11 como Nível 2 de Governança e 32 não adotavam práticas de Governança Corporativa, porém essa amostra não pode ser utilizada por apresentar distorções nos testes estatísticos utilizados pelo fato de não serem as mesmas empresas nos 5 anos pesquisados. Esse fato proporcionaria graves distorções por apresentar várias empresas com dados em branco em diversos anos.

A segunda amostra foi então constituída pelas empresas que participavam com 1% ou mais do IBOVESPA no ano de 2010. Essas mesmas empresas foram utilizadas longitudinalmente, considerando uma janela temporal de 5 anos – 2006 - 2010. Desse modo, o efeito negativo de existirem empresas com dados em branco no teste foi eliminado, proporcionando um tratamento mais adequado. A amostra ficou constituída por 33 empresas e 161 casos, em virtude de serem utilizados os dados dessas empresas nos últimos 5 anos. Duas empresas participantes (CIELO e BM&FBOVESPA) do índice em 2010 não apresentaram dados nos anos de 2006 e 2007 sendo portanto, eliminadas nesse período. A empresa OGX Petróleo também foi excluída da amostra por não divulgar diversas informações, as quais impossibilitaram o cálculo de diversos indicadores. Durante o período de análise, as empresas que foram selecionadas para compor a amostra, representaram 80% do movimento do índice no ano de 2010, sendo, portanto, capazes de representar adequadamente todas as empresas que compõe o IBOVESPA.

A amostra utilizada está demonstrada no Quadro 10:

IBOVESPA - Carteira Teórica - 31/12/2010		
	Empresa	**Participação %**
1	ALL - América Latina Logística	1,0514
2	AMBEV	1,0743
3	BM&FBOVESPA	3,7521
4	BRADESCO	2,9283
5	BRADESPAR	1,0248
6	BANCO DO BRASIL	2,5898
7	BRF FOODS	1,5523
8	CEMIG	1,1089
9	CIELO	1,4684
10	CYRELA REALT	1,8098
11	ECODIESEL	1,0521
12	ELETROBRAS	1,5610
13	FIBRIA	1,4104
14	GAFISA	1,4749
15	GERDAU	2,8566
16	GOL	1,0390
17	ITAUSA	2,2635
18	ITAUUNIBANCO	3,7833
19	JBS	1,0437
20	LOJAS AMERIC	1,0877

21	MMX MINER	1,1988
22	MRV	1,1746
23	PDG REALT	2,6519
24	PETROBRAS	12,3164
25	REDECARD	1,1750
26	ROSSI RESID	1,0539
27	SANTANDER BR	1,0454
28	SID NACIONAL	2,2242
29	TAM S/A	1,0115
30	TELEMAR	1,3614
31	TIM PART S/A	1,0144
32	USIMINAS	2,8494
33	VALE	15,0690
	Total	**80,0782**

Quadro 10: Empresas que participam com 1% ou mais do IBOVESPA - 2010
Fonte: BM&FBOVESPA (2011)

Como é possível observar, as empresas que participaram com 1% ou mais do movimento do IBOVESPA em 2010 representam mais de 80% do movimento da carteira, sendo, portanto, expressivo na representatividade das empresas que compõe o índice.

Como as empresas financeiras e as não-financeiras possuem características distintas, tanto sob a ótica da operação quanto sob o aspecto do interesse e do padrão de análise do usuário externo, optou-se por fazer os testes considerando cada um dos grupos de forma distinta.

3.5 TRATAMENTO ESTATÍSTICO

A relação entre as variáveis, os tratamentos estatísticos e as respectivas hipóteses que foram testadas diante desse contexto, estão apresentadas no Quadro 11.

Relacionamento entre variáveis de estudo		Hipótese	Tratamento estatístico	Referência
Rentabilidade do PL Rentabilidade do Ativo; Liquidez Corrente Composição do endividamento; Crescimento das vendas; Margem de Lucro; Giro do Ativo; Índice composto pelo escore	Enfoques: Operacional; Fluxo de Caixa; Resultado; Faturamento; Conjuntura econômica; Mercado; Responsabilidade social e Ambiental; Governança Corporativa; Tecnologia; e Fontes e Usos de Recurso.	1	Estatística Descritiva Regressão com dados em painel	Wooldridge, 2010; Baum, 2006; Wooldridge, 2003;

Melhor Desempenho Pior Desempenho	Enfoques: Operacional; Fluxo de Caixa; Resultado; Faturamento; Conjuntura econômica; Mercado; Responsabilidade social e Ambiental; Governança Corporativa; Tecnologia; e Fontes e Usos de Recurso.	2	Estatística Descritiva Regressão com dados em Painel	Wooldridge, 2010; Baum, 2006; Wooldridge, 2003;
Com Governança Sem Governança	Enfoques: Operacional; Fluxo de Caixa; Resultado; Faturamento; Conjuntura econômica; Mercado; Responsabilidade social e Ambiental; Governança Corporativa; Tecnologia; e Fontes e Usos de Recurso.	3	Estatística Descritiva Regressão com dados em painel	Wooldridge, 2010; Baum, 2006; Wooldridge, 2003;
Novo Mercado N1 N2	Enfoques: Operacional; Fluxo de Caixa; Resultado; Faturamento; Conjuntura econômica; Mercado; Responsabilidade social e Ambiental; Governança Corporativa; Tecnologia; e Fontes e Usos de Recurso.	4	Estatística Descritiva Regressão com dados em painel	Wooldridge, 2010; Baum, 2006; Wooldridge, 2003;

Quadro 11: Relação entre variáveis e tratamento estatístico dos dados
Fonte: Autora

Para o desenvolvimento da pesquisa foram utilizadas as seguintes estatísticas: estatística descritiva (média, mediana, moda e desvio-padrão) e regressão com dados em painel. Testes paramétricos são baseados nas características das distribuições teóricas que a distribuição de dados segue. São mais poderosos porque seus dados são derivados de mensurações de intervalo e de razão (COOPER e SCHINDLER, 2003, p. 397). “Quando os testes assumem premissas sobre a distribuição de parâmetros da população, são denominados testes paramétricos” (BRUNI, 2008, p.219).

3.5.1 Determinação da variável independente de desempenho (*D*)

Para determinação da variável "desempenho", como já explicitado anteriormente, foram utilizados os seguintes indicadores: Rentabilidade do Patrimônio Líquido (*ROE – Return on Equity*), Rentabilidade do Ativo (*ROA – Return on Assets*), Liquidez Corrente (LC), Composição do Endividamento (DIV), Crescimento das vendas (VND), Margem Líquida (ML) e Giro do Ativo (GA). Assim, o desempenho por empresa/período foi dado pela soma ponderada de cada indicador, conforme modelo a seguir.

$$D = w_1ROE + w_2ROA + w_3LC + w_4DIV + w_5VND + w_6ML + w_7GA \quad e \quad \sum w = 1$$

(1)

onde:

D = Desempenho da empresa;

w = Peso do Indicador;

Para atribuir peso ao indicador, foi utilizado o resultado do estudo de Lyra e Corrar (2009), que além de eleger os indicadores mais relevantes para avaliar o desempenho empresarial, também construiu uma escala hierárquica, definindo um peso para cada indicador, cuja hierarquia foi transformada em uma escala ponderada para aplicação nesse estudo, conforme apresentado no Quadro 12:

Indicador	Peso
Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido	30,30%
Rentabilidade sobre o Ativo	19,30%
Liquidez Corrente	17,30%
Composição do Endividamento	11,10%
Crescimento das Vendas	9,20%
Margem Líquida	7,20%
Giro do Ativo	5,60%

Quadro 12: Pesos dos Indicadores de Avaliação de Desempenho
Fonte: Adaptado de Lyra e Corrar (2009)

Reescrevendo o modelo em função dos pesos, tem-se:

$$D = 0{,}303ROE + 0{,}193ROA + 0{,}173LC + 0{,}111DIV + 0{,}092VND + 0{,}072ML + 0{,}056GA$$

(2)

Para identificar os grupos de pior e melhor desempenho, os indicadores de empresa/ano foram calculados e os escores constituídos, de acordo com os pesos supramencionados. Em seguida os escores foram ordenados em ordem crescente, constituindo o grupo de pior desempenho os casos com escores menores e o grupo com melhor desempenho os casos com escores mais altos.

3.5.2 Determinação da variável dependente de enfoque (*E*)

Os enfoques foram definidos por meio da análise de conteúdo, que foi realizada por meio da análise infométrica dos Relatórios da Administração, com o apoio do *software* ATLAS TI.

O termo infometria foi proposto em 1987, pela *International Federation of Documentation* / Federação Internacional de Documentação (FID), para designar o conjunto das atividades métricas relativas à informação, cobrindo tanto a bibliometria quanto a cientometria. (EGGE e ROUSSEAU, 1990). Semelhante caracterização é confirmada por Santos e Kobashi (2009) que relata que a infometria comporta uma síntese da bibliometria e da cientometria, mas também ela significa uma abertura ao estudo matemático da informação e sobre suas formas documentárias (Ciência social da informação) seja eletrônica ou física.

Faz-se necessário, portanto fazer uma distinção entre bibliometria, cientometria e infometria. A bibliometria tem como objetos de estudo os livros ou as revistas científicas, cujas análises estão relacionadas com à gestão de bibliotecas e bases de dados. A cientometria tem como objetos de análise a produção, a circulação e o consumo da produção científica. A infometria, por sua vez, envolve as duas primeiras, tendo desenvolvido métodos e ferramentas para mensurar e analisar os aspectos cognitivos da ciência. Constata-se, nessa medida, a aproximação crescente dos estudos métricos da informação das ciências humanas e sociais (CHS). Trata-se, desse modo, não apenas de quantificar e constatar, mas de atribuir sentido aos dados, qualificando-os para que possam ter melhor uso em políticas de ciência e tecnologia (C&T), por cada especialidade ou grupo de pesquisa, ou em contextos mais abrangentes, regionais, nacionais ou mundiais (SANTOS e KOBASHI, 2009).

Entretanto, alguns cuidados foram tomados com relação análise infométrica:

a) Inspeção visual com relação à palavras/expressões repetidas (dupla contagem);
b) Ponderação relativa – Os enfoques receberam escore ponderado em relação ao conjunto do relatório. Com isso pretende-se evitar distorções de enfoque

decorrentes das diferentes quantidades de páginas. Por exemplo, sejam considerados dois relatórios de Administração: A e B. O relatório A possui 10 páginas, onde foi identificado um total de 1.000 palavras/expressões das quais 200 referem-se a Lucro. O relatório B possui 50 páginas onde foi identificado um total de 5.000 palavras/expressões das quais 400 referem-se à Lucro. Sob a ótica do valor absoluto, o relatório B enfatizou Lucro duas vezes mais que o relatório A, o que é falso. Pela análise relativa, o primeiro relatório destinou 20% da ênfase no lucro, enquanto o segundo destinou 8%. Nesse sentido, cada enfoque foi representado por um escore, constituído pela participação percentual no total de expressões encontradas em cada relatório, referente aos enfoques previamente definidos.

c) Os enfoques foram padronizados a partir de uma inspeção prévia em 10% da amostra, conforme descrito no protocolo de análise.

Todos os RAS foram submetidos à análise de conteúdo por meio da qual foi identificada a frequência das expressões pré-definidas. Em seguida foi calculada a participação percentual dessas expressões em relação ao número total de expressões encontradas. O escore de cada uma das variáveis de enfoque (E), por empresa/período, foi dado pelo modelo a seguir:

$$E_j = \frac{f_j E_j}{\sum_{i=1}^{n} f_i E_i} \tag{3}$$

onde:

Ej = Escore relativo do enfoque *j*;

f = Frequência absoluta de expressões do enfoque;

n = Número de enfoques definidos para o modelo

As empresas da amostra, a partir do escore de desempenho, foram classificadas em dois grupos:

Grupo A: 1º tercil – empresas com desempenho inferior;

Grupo B: 3º tercil – empresas com desempenho superior.

As empresas do 2º tercil não foram incluídas de forma a minimizar o erro de classificação das empresas que se encontrarem na região de fronteira (*fuzzy*) entre desempenho superior e inferior (ZADEH, 1965), conforme explicitado pela Figura 3.

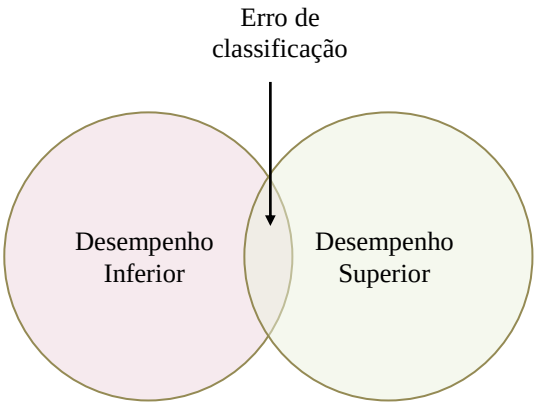

Figura 3 – Região *fuzzy* entre duas áreas

Fonte: Elaborado pela autora com base em ZADEH (1965)

3.5.3 Regressão com dados em painel

A Regressão com dados em painel foi a ferramenta estatística utilizada para possibilitar que as hipóteses fossem avaliadas. A partir de referida metodologia, o poder explicativo dos indicadores de desempenho foram testados, com intuito de verificar se algum indicador de desempenho pode explicar ou prever algum enfoque informacional.

De acordo com Silva e Cruz Junior (2003, p. 577) dados em painel são muito comuns e referem-se a combinação de dados sobre diferentes unidades econômicas, coletados em diferentes períodos de tempo. Uma vez que a presente pesquisa envolveu os RAS de 33 empresas (espaço) em 5 anos (tempo), os resultados baseados em modelos de regressão com todos os dados agregados poderiam não retratar a realidade da melhor maneira, ao desconsiderar a heterogeneidade entre as empresas e o efeito do tempo. Gujarati, (2006, p. 514) observa que os "dados em painel proporcionam dados mais informativos, mais variabilidade e menos colinearidade entre as variáveis, mais graus de liberdade e mais eficiência".

O modelo geral para análises econométricas utilizando dados em painel é representado de modo simplificado por:

$$y_{it} = \beta_{0it} + \beta_{1it}x_{1it} + \cdots + \beta_{nit}x_{kit} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Onde o subscrito *i* denota os diferentes indivíduos e o subscrito *t* denota o período de tempo que está sendo analisado. β_0 refere-se ao parâmetro de intercepto, β_k ao coeficiente angular correspondente à *k*-ésima variável explicativa do modelo e ε_{it} é o termo de erro aleatório. Para a operacionalização são também identificadas algumas variações tais como os modelos de Efeitos Fixos e de Efeitos Aleatórios. O modelo de efeitos fixos, por meio do intercepto, busca controlar os efeitos das variáveis omitidas que variam entre indivíduos, mas que permanecem constantes ao longo do tempo. Desse modo, o modelo de efeitos fixos é dado por: (5)

$$y_{it} = \beta_{0i} + \beta_1 x_{1it} + \cdots + \beta_k x_{kit} + \varepsilon_{it}$$

O modelo de efeitos fixos relaxa o pressuposto de que a função de regressão é constante no tempo e no espaço. Este modelo permite que cada unidade *cross-sectional* tenha seu próprio termo constante e ele permanece invariável no tempo (BAUM, 2006, p. 221). Este modelo pode ser considerado a melhor opção para modelar os dados em painel quando o intercepto for correlacionado com as variáveis explicativas em qualquer período de tempo ou quando as observações são obtidas de toda a população e o que se deseja fazer são inferências para os indivíduos dos quais se dispõe de dados.

Por outro lado, o modelo de efeitos aleatórios considera que os interceptos α_i representam extrações independentes de uma população subjacente. O modelo geral de efeitos aleatórios é dado por:

$$y_{it} = \overline{\beta}_0 + \beta_1 x_{1it} + \ldots + \beta_k x_{kit} + v_{it} \quad (6)$$

Em que $v_{it} = e_{it} + \alpha_i$ representa o erro. Este modelo possibilita a incorporação de variáveis que são constantes ao longo do intervalo de tempo, mas que variam entre os indivíduos.

Para detectar a conveniência da utilização do modelo de efeitos fixos ou do modelo de efeitos aleatórios no conjunto de dados, empregou-se o teste *Hausman*. Algebricamente o teste é dado por:

$$H = \left(\hat{\beta}_{RE} - \hat{\beta}_{FE}\right)' \left(\sum FE - \sum RE\right)^{-1} \left(\hat{\beta}_{RE} - \hat{\beta}_{FE}\right) \sim X^2(k) \quad (7)$$

O teste de *Hausman* tem por hipótese nula de que as condições extra ortogonais impostas pelo estimador de efeitos aleatórios é válida. (BAUM, 2006). Se os regressores estão correlacionados com u_i, o estimador FE é consistente e RE é inconsistente. Se os regressores

não estão correlacionados com u_i, o estimar FE ainda é consistente, porém ineficiente, enquanto RE é consistente e eficiente. Para proceder ao teste são comparados os coeficientes (β) estimados pelo FE e RE em uma distribuição probabilística qui-quadrada (x^2) com o número de graus de liberdade equivalente ao número de variáveis do modelo (k) . Se ambos estimadores produzirem coeficientes angulares consistentes, eles não serão significativamente diferentes. Entretanto, se o pressuposto da ortogonalidade é violado, as inconsistências dos coeficientes estimados por RE serão significativamente diferente das estimativas FE. (BAUM, 2006). Para essa estatística, a rejeição da hipótese nula pode ser interpretada como um indicativo de que o modelo de efeitos fixos é o mais adequado.

A partir das variáveis independentes (*ROE, ROA, LC, DIV, VND, ML* e *GA*), e as variáveis dependentes de enfoque (E_j) a serem testadas individualmente, tem-se o modelo estimador de efeitos fixos:

$$E_{jt} = \beta_{0j} + \beta(ROE)_{jt} + \beta(ROA)_{jt} + \beta(LC)_{jt} + \beta(DIV)_{jt} + \beta(VND)_{jt} + \beta(ML)_{jt} + \beta(GA)_{jt} + \varepsilon_{jt} \quad (8)$$

Onde E = *Oper, FC, Fat, Res, Merc, CE, GC, Tec, RSA* e *FUR*; j = empresa e; t = ano.

Da mesma forma, o estimador para efeitos aleatórios é dado por:

$$E_{jt} = \bar{\beta}_0 + \beta(ROE)_{jt} + \beta(ROA)_{jt} + \beta(LC)_{jt} + \beta(DIV)_{jt} + \beta(VND)_{jt} + \beta(ML)_{jt} + \beta(GA)_{jt} + v_{jt} \quad (9)$$

Em virtude da característica da amostra da pesquisa e dos dados, cujo objetivo é avaliar a influência dos indicadores de desempenho nos enfoques informacionais do Relatório da Administração, considera-se mais adequado que seja usada a regressão com erros-padrão robustos por *clusters*. (WOOLDRIDGE, 2003). Outra vantagem da regressão *clusterizada* com erros robustos é que ela apresenta os erros-padrão corrigidos por heterocedasticidade. (CAMERON e TRIVEDI, 2009).

Segundo Petersen (2009), dentre as várias modelagens disponíveis, quando se considera o efeito do tempo (mês, ano) ou do indivíduo (empresa, país), somente os erros-padrão *clusterizados* são não-viesados porque eles levam em consideração a dependência dos resíduos criados pelo efeito das firmas. Ainda segundo Peterson (2009), como nessa modelagem o erro-padrão agrupado (*clusterizado*) não impõe nenhuma restrição sobre a estrutura de correlação dos resíduos dentro de um *cluster*, sua consistência fica condicionada a existência de um número suficiente de *clusters*.

4 ANÁLISE DE DADOS

A análise de dados foi iniciada com a avaliação do desempenho das empresas no período escolhido, mediante o cálculo dos indicadores e construção dos escores de acordo com o peso atribuído a cada indicador. Em seguida os enfoques foram identificados, por meio da infometria, considerando a frequência de expressões que indicaram o enfoque de cada RA.

4.1 DETERMINAÇÃO DA VARIÁVEL INDEPENDENTE – DESEMPENHO

Para avaliar o desempenho das empresas em cada um dos anos, os indicadores foram calculados (Apêndice 1). Os escores foram constituídos mediante a aplicação da formula:

$$D_{jt} = 0{,}303(ROE_{jt}) + 0{,}193(ROA_{jt}) + 0{,}173(LC_{jt}) + 0{,}111(CE_{jt}) + 0{,}092(VND_{jt}) + 0{,}072(ML_{jt}) + 0{,}0{,}056(GA_{jt})$$

(10)

Para classificar as empresas em grupos de melhor e pior desempenho, foram utilizados todos os indicadores de todas as empresas durante o período de 2006 a 2010. O resultado de cada caso é apresentado na Tabela 2, dividido em grupos.

Tabela 2: Empresas divididas por desempenho

Pior Desempenho			Área Cinza			Melhor Desempenho		
Empresas	ano	Escore	Empresas	ano	Escore	Empresas	ano	Escore
ECODIESEL	2008	-0,452	ITAUUNIBANCO	2009	0,4027	JBS	2008	0,5587
TAM_S/A	2008	-0,398	ALL	2006	0,4035	BMFBOVESPA	2009	0,5630
MMX_MINER	2009	-0,215	TIM_PART_S/A	2010	0,4145	ROSSI_RESID	2009	0,5750
MMX_MINER	2006	-0,211	ITAUSA	2007	0,4162	JBS	2007	0,5788
GOL	2008	-0,093	JBS	2006	0,4181	GERDAU	2010	0,5823
FIBRIA	2008	0,0293	FIBRIA	2007	0,4193	PDG_REALT	2009	0,5863
SANTANDER	2010	0,0744	BRADESPAR	2007	0,4206	GAFISA	2009	0,5891
ITAUUNIBANCO	2010	0,1464	ITAUSA	2010	0,4218	MMX_MINER	2010	0,5903
BRASIL	2007	0,2376	ITAUUNIBANCO	2006	0,4237	USIMINAS	2009	0,5974
SANTANDER	2008	0,2812	JBS	2010	0,4237	USIMINAS	2006	0,6007
SANTANDER	2006	0,2918	SANTANDER	2007	0,4242	GERDAU	2008	0,6040
TELEMAR	2009	0,2930	FIBRIA	2009	0,4254	GERDAU	2007	0,6062
ECODIESEL	2010	0,2932	ITAUUNIBANCO	2007	0,4279	ROSSI_RESID	2010	0,6230
TELEMAR	2010	0,2939	ELETROBRAS	2008	0,4285	MMX_MINER	2008	0,6240
BRADESCO	2010	0,2965	BRADESCO	2008	0,4288	GAFISA	2008	0,6277
ALL	2007	0,2980	SID_NACIONAL	2006	0,4308	USIMINAS	2007	0,6294
ELETROBRAS	2006	0,3029	TELEMAR	2008	0,4319	PDG_REALT	2008	0,6294
OGX_PETROLEO	2007	0,3071	AMBEV	2009	0,4345	TAM_S/A	2006	0,6391

TIM_PART_S/A	2008	0,3086	BFR	2009	0,4351	CYRELA	2007	0,6468
BRADESPAR	2009	0,3214	TELEMAR	2006	0,4373	USIMINAS	2008	0,6515
TIM_PART_S/A	2009	0,3275	BRADESPAR	2008	0,4385	REDECARD	2010	0,6594
AMBEV	2006	0,3285	GOL	2007	0,4403	GAFISA	2010	0,6600
AMBEV	2007	0,3303	VALE	2007	0,4432	SID_NACIONAL	2009	0,6609
BRASIL	2006	0,3318	VALE	2009	0,4523	GERDAU	2006	0,6617
ALL	2008	0,3350	PETROBRAS	2010	0,4534	MRV	2009	0,6706
AMBEV	2008	0,3362	BFR	2010	0,4550	VALE	2008	0,6859
TIM_PART_S/A	2007	0,3374	SID_NACIONAL	2007	0,4565	ROSSI_RESID	2008	0,6886
BRASIL	2009	0,3431	FIBRIA	2006	0,4583	MRV	2010	0,6940
ALL	2010	0,3435	PETROBRAS	2006	0,4650	USIMINAS	2010	0,7162
BRASIL	2010	0,3447	AMBEV	2010	0,4666	SID_NACIONAL	2008	0,7449
CEMIG	2009	0,3473	ITAUUNIBANCO	2008	0,4679	PDG_REALT	2010	0,7539
TAM_S/A	2010	0,3506	BMFBOVESPA	2010	0,4691	ROSSI_RESID	2007	0,7576
JBS	2009	0,3582	BMFBOVESPA	2008	0,4727	GAFISA	2007	0,7646
ELETROBRAS	2007	0,3596	LOJAS_AMERIC	2008	0,4775	ROSSI_RESID	2006	0,7747
PETROBRAS	2009	0,3617	TAM_S/A	2007	0,4882	ECODIESEL	2007	0,7820
CEMIG	2010	0,3660	LOJAS_AMERIC	2007	0,4891	GOL	2006	0,7986
CEMIG	2006	0,3690	TELEMAR	2007	0,4929	CYRELA	2006	0,8008
BRASIL	2008	0,3703	LOJAS_AMERIC	2006	0,4969	SID_NACIONAL	2010	0,8047
FIBRIA	2010	0,3704	ITAUSA	2006	0,4982	ECODIESEL	2009	0,8271
ELETROBRAS	2009	0,3716	CYRELA	2008	0,4988	GAFISA	2006	0,8307
BRADESCO	2009	0,3735	VALE	2006	0,5034	REDECARD	2008	0,9117
PETROBRAS	2007	0,3742	TIM_PART_S/A	2006	0,5068	REDECARD	2007	0,9289
ITAUSA	2008	0,3768	PDG_REALT	2006	0,5081	MRV	2008	0,9431
SANTANDER	2008	0,3788	BRADESPAR	2006	0,5097	REDECARD	2009	0,9575
GOL	2009	0,3791	PERDIGAO	2008	0,5118	CIELO	2010	0,9699
ALL	2009	0,3796	CYRELA	2009	0,5173	MRV	2007	1,0047
BRADESCO	2006	0,3812	TAM_S/A	2009	0,5213	PDG_REALT	2007	1,0685
ELETROBRAS	2010	0,3816	PERDIGAO	2007	0,5256	CIELO	2009	1,0846
CEMIG	1007	0,3881	CYRELA	2010	0,5269	OGX_PETROLEO	2010	1,2959
MRV	2006	0,3883	PERDIGAO	2006	0,5292	OGX_PETROLEO	2009	1,2148
CEMIG	2008	0,3918	LOJAS_AMERIC	2009	0,5425	REDECARD	2006	1,7222
PETROBRAS	2008	0,3927	LOJAS_AMERIC	2010	0,5522	ECODIESEL	2006	1,8990
GOL	2010	0,3992	BRADESPAR	2010	0,5526	OGX_PETROLEO	2008	2,4253
BRADESCO	2007	0,4007	VALE	2010	0,5552	MMX_MINER	2007	2,7044
ITAUSA	2009	0,4025	GERDAU	2009	0,5582	CIELO	2008	3,1326

Fonte: dados da pesquisa

Dessa forma, três grupos foram constituídos, sendo o primeiro tercil com escore que indica desempenho inferior, o segundo tercil representado a área cinza e o terceiro tercil com escore que indica desempenho superior. O segundo grupo foi descartado para minimizar o risco de classificar empresas de melhor desempenho como pior desempenho e vice-versa, considerada região de indeterminação.

4.2 DETERMINAÇÃO DA VARIÁVEL DEPENDENTE – ENFOQUE

Para identificar qual o principal enfoque do Relatório de Administração de cada caso, inicialmente foi realizada leitura prévia de 10% da amostra, conforme já exposto na metodologia.

Cada relatório foi lido por duas pessoas, com intuito de reduzir os erros de interpretação e categorizar os enfoques de forma mais precisa. Ao seguir os pressupostos da análise de conteúdo, apresentados por Bardin (1995), oito enfoques informacionais foram detectados por meio da leitura de cada relatório pré-selecionado, que são os já descritos na metodologia.

Em seguida todos os relatórios foram submetidos à infometria, utilizando o *software* ATLAS TI[5], por meio do qual foi possível avaliar o enfoque dado a cada um dos relatórios, classificando-os nos 10 enfoques pré-definidos e atribuindo uma nota parta todos os enfoques de acordo com a participação de cada um em relação ao total de expressões identificadas.

O Apêndice III demonstra o total de expressões encontradas de cada enfoque, bem como a participação percentual de cada enfoque em relação ao total de expressões encontradas. Ainda apresenta qual foi a expressão mais repetida no relatório e o número de vezes que ela foi citada, bem como qual é o enfoque predominante. Para uniformizar a intensidade da expressão que aparece em cada RA, foi aplicado o mesmo procedimento dos enfoques, transformando a quantidade em relação percentual com o total de expressões identificadas.

4.3 ANÁLISE QUALITATIVA DOS DADOS

Logo após a identificação da participação de cada enfoque no Relatório da Administração, verificou-se qual a expressão mais repetida dentre as expressões pré-definidas, e sua participação em relação ao total das expressões encontradas, **conforme consta no Apêndice III**. Na sequência, apresenta-se uma análise por empresa.

Iniciando com a ALL, observa-se que a mesma apresentou expressões que indicam diferentes enfoques em cada ano, exceto nos anos de 2007 e 2009 onde houve repetição do enfoque Operacional. Nos demais anos as expressões remetem aos enfoques Fontes e Usos de

[5] (ATLAS ti. The Knowledge Workbench – Visual Qualitative Data Analysis) *Software* para Análise de Dados Qualitativos que é orientado por quatro princípios básicos: Visualização, Integração, Intuição e Exploração, por meio do qual é realizada a análise de conteúdo .

Recursos, Fluxo de Caixa e Mercado. Em todos os anos verificou-se que a expressão mais repetida foi compatível com a informação mais evidenciada, exceto no ano de 2008 quando a expressão mais repetida foi EBITDA, que representa o enfoque Resultado, porém a ênfase maior foi sobre aspectos Operacionais, o qual representa 17,44% do total das informações, enquanto Resultado representa 14,53%. Observa-se ainda um equilíbrio entre os anos sobre a participação da expressão mais repetida em relação ao total, que ficou em torno de 10%.

Com relação à AMBEV observa-se que as expressões mais encontradas tem relação com três enfoques diferentes, Operacional, Resultado e Governança Corporativa. As expressões mais citadas tem participação entre 8 e 12% em relação ao total de expressões identificadas. Apenas no ano de 2006, a expressão mais repetida não representa o enfoque com maior participação, pois a expressão mais repetida foi “produção” que representa o enfoque Operacional (13,32%) e o enfoque mais evidenciado foi Resultado (24,73%).

Nas organizações BM&FBOVESPA, Bradesco e Banco do Brasil a expressão mais evidenciada foi “mercado”, a qual representa aproximadamente 18%, 8% e 11% respectivamente do total de expressões encontradas. Nessas empresas a expressão mais repetida condiz com o enfoque de maior participação, que foi o Mercado.

Para BRF as expressões mais repetidas foram “mercado” e “produção”, as quais representam entre 11 e 14% do total de expressões encontradas. Nessa empresa o enfoque de maior evidência foi o Mercado em quatro dos cinco anos pesquisados. Já para CEMIG, “risco" e “investimento” representaram entre 4 e 6% o conjunto total de expressões. Porém, apesar de “risco” ser a expressão mais citada em três anos, Conjuntura Econômica não foi o enfoque de maior evidência, pois sua participação variou entre 5 e 8%. A CEMIG evidenciou com mais intensidade a Governança Corporativa (17%) e as Fontes e Usos de Recursos (19%).

A CIELO registrou “receita” como sendo a expressão mais repetida no Relatório da Administração em todos os anos analisados. Isto é compatível com os enfoque mais enfatizados: Faturamento e Resultado. Esse comportamento é similar ao da empresa CYRELA, que teve venda como a expressão mais repetida, demonstrando que o Relatório da Administração enfoca fortemente o Faturamento, tanto que no ano de 2010 a expressão “venda” representou mais de 20% do total de expressões identificadas.

A expressão mais repetida na ECODIESEL foi “produção” e “mercado”, indicando que esta empresa tem como informações mais intensificadas àquelas relacionadas com o Operacional e Mercado. A ELETROBRÁS demonstra comportamento distinto em seus

relatórios, na qual a expressão de maior evidência é “investimento” e o enfoque em Fontes e Usos de Recursos o mais expressivo. A FIBRIA, apesar apresentar “mercado” e “produção” como sendo as expressões mais repetidas, divulga de forma intensa expressões relacionadas ao enfoque Fontes e Usos de Recursos.

GAFISA, GERDAU e GOL tem intensa presença da expressão “auditoria”, tanto que no ano de 2008, na empresa GAFISA, essa expressão corresponde a quase 30% de todas as expressões encontradas. Nestas três empresas, o enfoque principal do Relatório da Administração foi em Governança Corporativa. Isso fica claro ao observar-se que em 2009, na empresa GERDAU, o enfoque em GC representou mais de 40% das informações do RA.

O ITAUSA e ITAUNIBANCO demonstraram comportamento distinto quanto às expressões de maior expressividade nos relatórios, enquanto na ITAUSA foram encontradas expressões que remetem a quatro diferentes enfoques, representados pelas expressões “investimento”, “mercado”, “receita” e “serviço”, no ITAUNIBANCO a expressão “auditoria” foi a mais citada em quatro dos cinco anos analisados. Percebe-se portanto que a primeira apresentou variabilidade de enfoques principais nos cinco anos, enquanto a segunda estava decidida a relatar informações sobre Governança Corporativa em praticamente todos os anos analisados.

A JBS e MMX tiveram a expressão “produção” como a mais repetida nos Relatórios da Administração. Porém, apesar da JBS apresentar “produção” como a expressão mais evidenciada nos cinco anos da pesquisa, o enfoque em Mercado foi o mais expressivo, exceto no ano de 2008. Já para a MMX, nos anos em que “produção” foi a expressão com maior número de repetições, o enfoque Operacional foi o que teve maior participação.

Nas LOJAS AMERICANAS, “receita” e “resultado” foram as expressões de maior aparição no relatório e o enfoque Resultado o que mais participa das informações gerais do RA. A MRV utilizou expressões relacionadas com o Resultado, Faturamento, Mercado e Governança Corporativa, como “despesas”, “lucro”, “acionista”, “venda” e “mercado”, demonstrando que a empresa não mantem uniformidade nas expressões de maior evidenciação. O mesmo comportamento é percebido na empresa PDG, com expressões que variam entre o enfoque Resultado, Faturamento, Fontes e Usos de Recursos e Mercado.

A PETROBRAS, SID NACIONAL e VALE apresentaram como expressão com maior número de repetições a “produção”. Na PETROBRAS e SID NACIONAL observa-se compatibilidade entre a expressão mais repetida e o enfoque de maior evidência, que é o

Operacional, fato que não acontece com a VALE, pois nessa empresa o enfoque mais expressivo é o de Fontes e Usos de Recursos.

Na empresa SANTANDER, a expressão “risco” foi a mais citada nos cinco anos analisados, porém o enfoque em Conjuntura Econômica é o mais expressivo somente no ano de 2010. Nos demais anos, Resultado (21,93%), Mercado (24,46%) e Governança Corporativa (22,6%) são os enfoques de mais intensidade. Para TAM, a expressão mais citada foi “mercado”, em três anos. Enquanto que para TIM e TELEMAR, “serviço” foi a palavra mais repetida, porém na TIM, o enfoque mais intenso foi o de Mercado e na TELEMAR foi o de Responsabilidade Social e Ambiental, enquanto que serviço está relacionado com o enfoque Operacional.

Com base no exposto acima, observa-se que nem sempre a expressão mais repetida no Relatório da Administração é a que indica o enfoque de maior evidência. Em algumas situações percebe-se que a empresa utiliza expressões múltiplas que caracterizam um determinado enfoque, porém não repete essas expressões um grande número de vezes, provocando essa incompatibilidade entre expressão mais citada e enfoque predominante. Em outras empresas porém, existe uma relação direta entre enfoque informacional e expressão mais citada.

4.4 TRATAMENTO ESTATÍSTICO E TESTE DE HIPÓTESES

Inicialmente foi realizada Estatística Descritiva tanto dos indicadores quanto dos enfoques. Em seguida os dados foram submetidos ao Teste de Correlação de *Pearson* e por fim foi aplicada a Regressão com Dados em Painel para testar as hipóteses da pesquisa.

4.4.1 Estatística Descritiva dos Dados

Primeiramente foi realizada Estatística Descritiva dos indicadores de desempenho com intuito de verificar a média de cada um deles, conforme discriminado na Tabela 3:

Tabela 3: Estatística Descritiva dos Indicadores de Desempenho

	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
Rentabilidade do PL - ROE	154	-0,9271	8,7629	0,225371	0,7412120
Rentabilidade Ativo - ROA	161	-0,3945	0,6368	0,047048	0,1039380
Liquidez Corrente - LC	159	0,0000	4,9800	1,728868	0,8128501

Endividamento - DIV	160	0,1486	0,9988	0,487719	0,1984968
Crescimento das Vendas - VND	152	-0,7248	3,7416	0,323038	0,5646786
Margem Líquida - ML	159	-1,0279	0,9567	0,132462	0,2167884
Giro do Ativo - GA	161	0,0058	1,8849	0,466983	0,3608777
Observações válidas	144				

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output SPSS (2011)

Como é possível observar na Tabela 4, a média geral de Retorno sobre o Patrimônio Líquido das empresas participantes da amostra foi de 22% enquanto que o Retorno sobre o Ativo apresentou media geral de 4%. A Liquidez Corrente teve media de 1,73 e o nível de endividamento das empresas ficou em torno de 48%. Com relação ao crescimento das vendas, houve índice médio de 32%. O indicador da Margem Líquida demonstrou que em media as empresas apresentam taxa de lucratividade de 13% e por fim o Ativo das empresas da amostra girou aproximadamente 0,46 vezes.

Tabela 4: Estatítica Descritiva dos Enfoques

	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
Operacional	161	2,90	31,34	13,051	5,71682
Fluxo de Caixa	161	0,00	16,72	2,6162	2,67938
Resultado	161	4,00	31,09	13,996	5,85574
Faturamento	161	0,00	34,70	7,6195	5,98502
Mercado	161	4,42	34,62	15,684	5,71612
Resp. Social e Ambiental	161	0,00	22,32	9,8665	5,24586
Governança Corporativa	161	2,99	43,36	16,119	8,27284
Tecnologia	161	0,00	17,89	1,9734	2,30565
Fontes e Usos de Recursos	161	3,33	26,21	13,268	4,80292
Observações válidas	161				

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output SPSS (2011)

A Estatística Descritiva dos Enfoques mostra que a média de participação do Enfoque Operacional nos Relatórios de Administração das empresas foi de 13%, já o Enfoque em Fluxo de Caixa teve participação média de aproximadamente 3%. O Enfoque em Resultado participou com 14% e o Enfoque em Faturamento não alcançou 8% em média. O Enfoque em Mercado foi o segundo maior em participação media, com aproximadamente 16%, ficando abaixo somente do Enfoque em Governança Corporativa, que apresentou média pouco superior a 16%. O Enfoque em Tecnologia foi o que apresentou menor participação nos relatórios analisados, ficando abaixo dos 2%. Responsabilidade Social e Ambiental teve participação média em torno de 10% e por fim Fontes e Usos de Recursos, que participaram

em média com 13% das informações gerais. Portanto, percebe-se na amostra analisada uma participação mais intensa de informações sobre Governança Corporativa e menos intensa em Tecnologia.

4.4.2 Teste de Correlação de *Pearson*

Na sequência os indicadores de desempenho e os enfoques informacionais de todas as empresas da amostra foram submetidos ao Teste de Correlação de *Pearson*, cujos resultados estão demonstrados na Tabela 5:

Tabela 5: Teste de Correlação entre Indicadores e Enfoques de todas as empresas

		ROE	ROA	LC	DIV	VEND	ML	GA
Operacional	*Pearson*	,059	-,024	-,020	-,152	-,058	-,240**	,247**
	p-valor	,467	,760	,805	,055	,477	,002	,002
	N	154	161	159	160	152	159	161
Fluxo de Caixa	*Pearson*	-,068	-,009	,156	-,237**	-,006	-,062	,156*
	p-valor	,405	,913	,050	,003	,940	,436	,048
	N	154	161	159	160	152	159	161
Resultado	*Pearson*	-,070	,075	,088	-,041	,075	,080	,050
	p-valor	,392	,347	,272	,610	,361	,316	,531
	N	154	161	159	160	152	159	161
Faturamento	*Pearson*	,254**	,218**	,242**	,100	,174*	,049	,201*
	p-valor	,001	,005	,002	,210	,032	,536	,011
	N	154	161	159	160	152	159	161
Conjuntura Econômica	*Pearson*	-,014	-,110	-,227**	,143	,005	,053	-,315**
	p-valor	,867	,164	,004	,072	,956	,504	,000
	N	154	161	159	160	152	159	161
Mercado	*Pearson*	-,136	-,294**	,016	,105	,035	-,215**	,124
	p-valor	,093	,000	,845	,184	,671	,007	,116
	N	154	161	159	160	152	159	161
Responsabilidade Social e Ambiental	*Pearson*	,119	,020	-,240**	,149	-,102	,076	-,111
	p-valor	,143	,798	,002	,060	,210	,341	,160
	N	154	161	159	160	152	159	161
Governança Corporativa	*Pearson*	-,020	,112	-,034	,087	-,056	,199*	-,136
	p-valor	,809	,155	,666	,274	,494	,012	,084
	N	154	161	159	160	152	159	161
Tecnologia	*Pearson*	-,014	-,043	-,273**	,144	-,152	,021	,004
	p-valor	,860	,588	,001	,069	,061	,788	,964
	N	154	161	159	160	152	159	161
Fontes e Usos de Recursos	*Pearson*	-,192*	-,086	,132	-,374**	,006	-,067	-,234**
	p-valor	,017	,279	,098	,000	,938	,399	,003
	N	154	161	159	160	152	159	161

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output SPSS (2011)

Observa-se que o enfoque “Faturamento” está correlacionado com cinco indicadores – ROE, ROA, LC, VND e GA – todos com movimento no mesmo sentido, isso significa que quanto maiores forem esses indicadores, mais ênfase no “Faturamento” será evidenciada no

Relatório da Administração - RA. O indicador “giro do ativo” está correlacionado com cinco enfoques – OPER, FC, FAT, CE e FUR. Com os três primeiros a associação acontece no mesmo sentido, portanto o “giro do ativo” influencia positivamente os enfoques “Operacional”, “Fluxo de Caixa” e “Faturamento”, já “Conjuntura Econômica” e “Fontes e Usos de Recursos” são influenciados pelo GA no sentido contrário, assim, quanto maior for este indicador, menos ênfase nestes enfoques haverá no RA. O enfoque “resultado” não apresentou correlação com nenhum indicador, indicando que o enfoque no mesmo é independente dos indicadores de desempenho. O enfoque “Governança Corporativa - GC” apresentou relação apenas “Margem Líquida” demonstrando que na medida em que este indicador aumenta, o enfoque em GC também recebe incremento. Sob a ótica dos indicadores, o menos influente foi o “Crescimento das Vendas”, sendo significativo apenas em relação ao enfoque “Faturamento”, ou seja, quando as vendas crescem, somente o enfoque “Faturamento” é influenciado.

Outro teste de Correlação realizado foi somente entre os Indicadores e Enfoques das empresas financeiras, que indicaram as relações demonstradas na Tabela 6:

Tabela 6: Teste de correlação entre Indicadores e Enfoques das Empresas Financeiras

		ROE	ROA	LC	DIV	VEND	ML	GA
Operacional	*Pearson*	,494**	,306	-,299	,594**	,265	,183	,188
	p-valor	,003	,062	,073	,000	,124	,272	,258
	N	34	38	37	37	35	38	38
Fluxo de Caixa	*Pearson*	-,155	-,001	,351*	-,508**	-,197	-,049	,100
	p-valor	,381	,997	,033	,001	,256	,770	,552
	N	34	38	37	37	35	38	38
Resultado	*Pearson*	-,146	,113	,216	-,221	,159	,361*	,147
	p-valor	,410	,500	,199	,190	,360	,026	,378
	N	34	38	37	37	35	38	38
Faturamento	*Pearson*	,851**	,729**	,017	,284	,311	,585**	,641**
	p-valor	,000	,000	,922	,088	,069	,000	,000
	N	34	38	37	37	35	38	38
Conjuntura Econômica	*Pearson*	-,140	-,312	-,427**	,366*	,149	-,399*	-,366*
	p-valor	,431	,056	,008	,026	,392	,013	,024
	N	34	38	37	37	35	38	38
Mercado	*Pearson*	-,284	-,419**	-,476**	,040	-,262	-,418**	-,388*
	p-valor	,104	,009	,003	,816	,129	,009	,016
	N	34	38	37	37	35	38	38
Responsabilidade Social e Ambiental	*Pearson*	,098	-,105	-,261	,376*	,053	-,152	-,175
	p-valor	,583	,531	,119	,022	,761	,363	,293
	N	34	38	37	37	35	38	38
Governança Corporativa	*Pearson*	-,201	,040	,499**	-,425**	-,116	,022	,101
	p-valor	,255	,813	,002	,009	,507	,897	,547
	N	34	38	37	37	35	38	38
Tecnologia	*Pearson*	-,071	-,159	-,149	,168	-,189	-,115	-,197
	p-valor	,688	,342	,379	,320	,276	,493	,236

	N	34	38	37	37	35	38	38
Fontes e Usos de Recursos	*Pearson*	-,433*	-,388*	,173	-,578**	-,291	-,250	-,220
	p-valor	,011	,016	,307	,000	,090	,130	,184
	N	34	38	37	37	35	38	38

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output SPSS (2011)

Nas empresas financeiras percebe-se que o enfoque em "Tecnologia" não está correlacionado com nenhum indicador, enquanto que "Faturamento", "Conjuntura Econômica" e "Mercado" apresentaram correlação significativa com quatro indicadores de desempenho. "Faturamento" é influenciado positivamente pelo ROE, ROA, ML e GA, isso denota que em Empresas Financeiras, quando estes indicadores são ruins, o Relatório da Administração - RA tende evidenciar outros enfoques e não falar de aspectos operacionais e vice-versa.

O enfoque "Mercado" está associado negativamente com ROA, LC, ML E GA, assim quando menores forem estes índices, mais informações sobre mercado serão divulgadas no RA. Esse comportamento indica que as Empresas financeiras tendem a justificar o desempenho com explicações sobre aspectos Mercadológicos. O enfoque em "Conjuntura Econômica" está correlacionado com DIV de forma positiva, assim, quanto maior for o endividamento da empresas mais a economia é responsabilizada. Já LC, ML e GA estão associado com Conjuntura Econômica de forma negativa, ou seja, na medida em que eles forem maiores, menos ênfase em economia há no RA.

O enfoque em "Resultado" é influenciando positivamente pela "Margem Líquida" de forma que se ele for ruim, as Empresas Financeiras deixam de falar sobre resultado no RA. A ênfase em "Responsabilidade Social e Ambiental" é maior a medida em que o Endividamento aumenta na empresa e vice-versa. Com relação ao enfoque "Fontes e Usos de Recursos - FUR" existe associação em sentido contrário com três indicadores – ROE, ROA e DIV, dessa forma quando estes indicadores não forem atrativos existe tendência da empresa aumentar informações sobre FUR. Os enfoques "Operacional", "Fluxo de Caixa" e "Governança Corporativa" tem correlação com dois indicadores. O primeiro tem correlação positiva com ROE e DIV, o segundo e o terceiro tem associação com LC e DIV. Se a Liquidez Corrente for alta mais informações sobre "Fluxo de Caixa" e "Governança Corporativa" existirá, enquanto que se o Endividamento for alto, esses enfoques ficam reduzidos.

Por outro lado observa-se que o indicador "Crescimento das Vendas" não está correlacionado com nenhum enfoque, enquanto "Retorno sobre Ativo", "Liquidez Corrente" e "Margem Líquida" indicaram correlação significativa com quatro enfoques. "Retorno sobre o

Patrimônio Líquido" e "Giro do Ativo" tem correlação com três enfoques e o indicador que mais apresentou correlação foi "Endividamento", com seis enfoques. Conclui-se portanto que as Empresas Financeiras tem seus enfoques bastante influenciados por indicadores de desempenho.

Em seguida a mesma análise foi realizada com Empresas Não Financeiras, cujos resultados foram evidenciados na Tabela 7.

Tabela 7: Teste de correlação entre Indicadores e Enfoques das Empresas Não Financeiras

		ROE	ROA	LC	DIV	VEND	ML	GA
Operacional	*Pearson*	-,027	-,083	-,123	-,174	-,116	-,227*	,171
	p-valor	,770	,364	,178	,055	,213	,012	,059
	N	120	123	122	123	117	121	123
Fluxo de Caixa	*Pearson*	,072	,048	,044	-,087	-,004	,059	,069
	p-valor	,436	,596	,630	,341	,969	,517	,449
	N	120	123	122	123	117	121	123
Resultado	*Pearson*	,115	,088	,036	,090	,053	,066	-,023
	p-valor	,213	,332	,694	,320	,572	,475	,801
	N	120	123	122	123	117	121	123
Faturamento	*Pearson*	,052	,034	,203*	,224*	,147	,025	,001
	p-valor	,570	,712	,025	,013	,113	,783	,993
	N	120	123	122	123	117	121	123
Conjuntura Econômica	*Pearson*	,060	-,012	-,147	-,085	-,032	,131	-,219*
	p-valor	,513	,896	,106	,347	,736	,152	,015
	N	120	123	122	123	117	121	123
Mercado	*Pearson*	-,135	-,270**	-,002	,243**	,074	-,132	,180*
	p-valor	,142	,003	,986	,007	,428	,150	,047
	N	120	123	122	123	117	121	123
Responsabilidade Social e Ambiental	*Pearson*	-,015	,024	-,126	-,171	-,135	-,003	,052
	p-valor	,874	,791	,167	,058	,148	,971	,567
	N	120	123	122	123	117	121	123
Governança Corporativa	*Pearson*	-,042	,086	,070	,038	-,026	,094	-,055
	p-valor	,646	,347	,447	,678	,778	,306	,546
	N	120	123	122	123	117	121	123
Tecnologia	*Pearson*	,019	,033	-,315**	,056	-,149	,026	,168
	p-valor	,835	,720	,000	,535	,109	,778	,064
	N	120	123	122	123	117	121	123
Fontes e Usos de Recursos	*Pearson*	-,019	,101	,074	-,277**	,059	,055	-,334**
	p-valor	,836	,269	,416	,002	,528	,552	,000
	N	120	123	122	123	117	121	123

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output SPSS (2011)

O enfoque em "Mercado" é o que apresenta correlação com maior número de indicadores – ROA, DIV e GA. Se o "Retorno sobre o Ativo" estiver bom, mais informações sobre mercado estará disponível no RA, mas se ele for ruim, outros enfoques serão mencionados. Já "Endividamento" e "Giro do Ativo" estão associados com "Mercado" com

movimento no mesmo sentido, de forma que se eles aumentarem, aumenta também a ênfase sobre aspectos mercadológicos no Relatório da Administração e vice-versa.

Os enfoques “Operacional”, “Conjuntura Econômica” e “Tecnologia” indicaram correlação com apenas um dos indicadores. A “Margem Líquida” influencia informações operacionais se ela for baixa, percebe-se portanto que se a taxa de lucratividade não for atrativa, a empresa tende justificar essa situações por meio do uso mais intenso de informações operacionais. O “Giro do Ativo” está correlacionado com o enfoque em “Conjuntura Econômica” em sentido contrário, desse modo, sempre que o Giro do Ativo for alto, menos ênfase na economia haverá no RA. O enfoque em “Tecnologia” apresenta associação com “Liquidez Corrente”, demonstrando que na medida que esse indicador diminui, a empresa tende a justificar essa queda evidenciando informações de caráter econômico.

Na análise dos indicadores de desempenho, observa-se que “Retorno sobre o Patrimônio Líquido” e “Crescimento das Vendas” não estão correlacionados com nenhum enfoque. Já “Endividamento” e “Giro do Ativo” tem correlação com três enfoques. O indicador de “Liquidez Corrente” está correlacionado com “Faturamento” e “Tecnologia” e por fim os indicadores “Rentabilidade sobre o Ativo” e “Margem Líquida” tem correlação com apenas um enfoque informacional.

Em Empresas Não Financeiras, quatro enfoques não estão correlacionados com nenhum indicador: “Fluxo de Caixa”, “Resultado”, “Responsabilidade Social e Ambiental” e “Governança Corporativa”, indicando que esse grupo de empresas, o enfoque do RA é menos influenciado por indicadores de desempenho.

4.4.3 Resultados dos Dados em Painel

Em uma etapa anterior a estimação das regressões com os dados em painel analisou-se as características gerais da amostra, como demonstrado na Tabela 8.

Tabela 8: Características Gerais da Amostra

Variável		Média	Desv. Pad.	Mín	Máx	Observações	
OPER	*overall*	0,130510	0,0571682	0,0289855	0,3133803	N =	161
	between		0,0492692	0,0468472	0,2429909	n =	33
	within		0,0298104	-0,0269966	0,2147394		
ROE	*overall*	0,2253714	0,7412121	-0,9271	87.629	N =	154
	between		0,7004579	-0,11885	40.262	n =	33
	within		0,4889452	-2.267.729	4.962.072		
ROA	*overall*	0,0470478	0,103938	-0,3945	0,6368	N =	161

	between		0,1068097	-0,144	0,5792	n =	33
	within		0,0537872	-0,2480522	0,3080478		
	overall	1,728868	0,8128501	0	4,98	N =	159
LC	*between*		0,6430201	0,778	3.138	n =	33
	within		0,5016101	0,4348679	4.556.368		
	overall	0,4877188	0,1984968	0,1486	0,9988	N =	160
DIV	*between*		0,1861682	0,2233	0,9943	n =	33
	within		0,0807482	0,1993187	0,7572188		
	overall	0,3230382	0,5646786	-0,7248	37.416	N =	152
VND	*between*		0,3268592	-0,13155	129.932	n =	33
	within		0,4703235	-1.701.082	2.765.318		
	overall	0,132462	0,2167884	-10.279	0,9567	N =	159
ML	*between*		0,2055775	-0,5217	0,57906	n =	33
	within		0,1132184	-0,373738	0,708862		
	overall	0,4669832	0,3608777	0,0058	18.849	N =	161
GA	*between*		0,3521831	0,0807333	138.746	n =	33
	within		0,125347	-0,1129768	0,9644232		
	overall	2008,037	1,4137190	2006	2010	N =	161
ANO	*between*		0,2423058	2008	2009	n =	33
	within		1,4008930	2.006.037	2.010.037		
	overall	17,260870	9,514149	1	33	N =	161
COD	*between*		9,669540	1	33	n =	33
	within		0	17,26087	17,26087		

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

Observa-se na Tabela 8, que com relação à variância *between* (entre grupos) das variáveis explicativas, constatou-se que sua magnitude é superior a variância *within* (no interior dos grupos) o que reforça a necessidade de utilização de dados em painel. As colunas "Mín" e "Máx" apresentam, respectivamente, os valores mínimos e máximos de x_{it}.

Para a escolha entre os modelos de dados em painel de efeitos fixos (FE) e efeitos aleatórios (RE), aplicou-se, inicialmente o teste do multiplicador lagrangeano de *Breusch* e *Pagan*, seguido dos testes de *Hausman* e de *Chow*. O teste de *Breusch* e *Pagan* tem por hipótese nula que o modelo de efeitos aleatórios é o mais adequado. (BAUM, 2003).

4.4.3.1 Regressão com Dados em Painel para todas as empresas da amostra

Foi aplicado o teste de *Hausman* para cada uma das 10 variáveis dependentes, considerando o conjunto das 33 empresas. Os resultados obtidos estão sumarizados na Tabela 9.

Tabela 9: Teste de *Hausman* para todas empresas da amostra

Variável	**Teste de *Hausman***		**Estimador**
	x^2	*p-valor*	**H_0: Efeito Aleatório**
Operacional	4,51	0,7199	Efeito Aleatório
Fluxo de Caixa	1,38	0,9861	Efeito Aleatório
Resultado	4,90	0,6720	Efeito Aleatório
Faturamento	14,90	0,0373	Efeito Fixo
Conjuntura Econômica	11,21	0,1296	Efeito Aleatório

Mercado	18,41	0,0102	Efeito Fixo
Resp. Social e Ambiental	26.60	0,0004	Efeito Fixo
Governança Corporativa	2,77	0,9054	Efeito Aleatório
Tecnologia	4,98	0,6622	Efeito Aleatório
Fontes e Usos de Recursos	17,23	0,0160	Efeito Fixo

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

Observou-se que sob o conjunto de todas as empresas, apenas o enfoque de Responsabilidade Social e Ambiental (RSA) mostrou-se significativo.

Com base no teste de *Chow* observou-se que o modelo de dados em painel com efeitos fixos mostrou-se superior ao método *Pooled Ordinary Least Squared* (F = 10,80; p < 0,001). Com base na estatística de teste rejeitou-se a hipótese nula de adequação do estimador de RE (x^2 = 26,60; p < 0,001) para modelo com a variável dependente RSA. Aparentemente os efeitos individuais das empresas estão correlacionados com os regressores.

Tabela 10: Regressão em painel – Responsabilidade Social e Ambiental (efeitos fixos)

r^2 *within* =	0,1159		
between =	0,0814	F(7,32) =	4,95
Overall =	0,0458	Prob. > F =	0,0007

(Erro padrão ajustado para 33 clusters na empresa)

Responsabilidade Social e Ambiental	Coeficiente	Robusto Erro Padrão	t	P > | t |	Intervalo de confiança 95%	
ROE	-0,0446784	0,0320638	-1,39	0,173	-0,1099904	0,0206335
ROA	0,2940100	0,1145179	2,57	0,015	0,0607447	0,5272752
LC	0,0033177	0,0058855	0,56	0,577	-0,0086706	0,0153061
DIV	-0,0391483	0,0416701	-0,94	0,355	-0,1240275	0,0457309
VND	0,0000291	0,0039429	0,01	0,994	-0,0080023	0,0080606
ML	-0,0224863	0,0222503	-1,01	0,320	-0,0678087	0,0228360
GA	0,0522600	0,0187297	2,79	0,009	0,0141088	0,0904111
Intercepto	0,0803647	0,0221948	3,62	0,001	0,0351553	0,1255741
sigma_u	0,06533513				Teste de *Chow*	F = 10,80
sigma_e	0,02897980					p < 0,001
Rho	0,83560197	(fração da variância devida a *u_i*)				

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

Na Tabela 10 observa-se que os indicadores de rentabilidade ROA e GA influenciam o enfoque de RSA. O sinal positivo de ambos denota que resultados positivos com relação ao retorno e giro do ativo incrementam o conteúdo dos relatórios anuais relacionados com a responsabilidade sócio ambiental. Desse modo entende-se que em uma análise geral das empresas da amostra, na medida em que elas apresentam “Retorno sobre Ativo” e “Giro do Ativo” positivos elas tendem a enfatizar que as mesmas investem em ações de Responsabilidade Social e Ambiental. Nesse sentido, percebe-se que há interesse em tornar público que existe equilíbrio entre o que a empresa recebe da sociedade e o que ela oferece

para a sociedade. Quanto mais retorno e giro dos ativos, mais intensa é a divulgação das ações sócio ambientais.

4.4.3.2 Regressão em painel para Empresas Financeiras

Tabela 11: Teste de *Hausman* para Empresas Financeiras

Variável	Teste de *Hausman* x^2	*p-valor*	Estimador H_0: Efeito Aleatório
Operacional	18,27	0,0108	Efeito Fixo
Fluxo de Caixa	15,38	0,0314	Efeito Fixo
Resultado	12,85	0,0759	Efeito Aleatório
Faturamento	12,95	0,0766	Efeito Aleatório
Conjuntura Econômica	20,43	0,0047	Efeito Fixo
Mercado	14,98	0,0363	Efeito Aleatório
Resp. Social e Ambiental	18,24	0,0109	Efeito Fixo
Governança Corporativa	17,00	0,0174	Efeito Fixo
Tecnologia	10,64	0,1551	Efeito Aleatório
Fontes e Usos de Recursos	13,70	0,0567	Efeito Aleatório

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

Nas Empresas Financeiras, apenas os enfoques em Fluxo de Caixa e Tecnologia não registraram influência dos indicadores de desempenho. Os oito demais enfoques foram influenciados por até três indicadores. Percebe-se claramente que esse grupo de empresas tem seus enfoques informacionais influenciados pelo desempenho.

Tabela 12: Regressão em painel – Operacional (efeitos fixos)

r^2 *within* =	0,3853		
between =	0,1092	F(7 , 7) =	19,21
Overall =	0,0792	Prob, > F =	0,0005
		corr(u_i,Xb)=	-0,9461

(Erro padrão ajustado para 8 clusters na empresa)

Operacional	Coeficiente	Robusto Erro Padrão	t	P > | t |	Intervalo de confiança 95%	
ROE	0,1123843	0,1010369	1,11	0,303	-0,1265300	0,3512987
ROA	0,1967349	0,0829666	2,37	0,050	0,0005501	0,3929197
LC	-0,0186396	0,0091864	-2,03	0,082	-0,0403621	0,0030829
DIV	0,0314029	0,0678026	0,46	0,657	-0,1289247	0,1917306
VND	0,0070691	0,0056923	1,24	0,254	-0,0063910	0,0205293
ML	-0,0380558	0,0054456	-6,99	0,000	-0,0509327	-0,0251789
GA	-0,0482179	0,0425109	-1,13	0,294	-0,1487402	0,0523044
Intercepto	0,0684126	0,0418032	1,64	0,146	-0,0304361	0,1672614
sigma_u	0,07343320				Teste de *Chow*	F = 8,83
sigma_e	0,01594770					p < 0,002
Rho	0,95496019	(fração da variância devida a *u_i*)				

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

Na tabela 12 é possível observar que o enfoque operacional é influenciado pela Rentabilidade sobre o Ativo - ROA e pelo indicador de Margem Líquida – ML. Quanto ao ROA, pode-se interpretar que a medida que ele aumenta, mais ênfase é dado às informações de caráter operacional. Já a ML proporciona comportamento inverso, ou seja, na medida que este indicador diminui, aumenta a ênfase sobre informações operacionais e se o indicador aumenta, menos influência exerce sobre operacional. Isto indica que se a ML não estiver com índice positivo, o gestor tende a chamar a atenção do usuário para questões operacionais, desviando a atenção do mesmo acerca de informações sobre resultado.

Tabela 13: Regressão em painel - Resultado (efeitos aleatórios)

r^2 *within* =	0,1876		
between =	0,5326	Wald x^2 (6) =	60,21
Overall =	0,4716	Prob, > x^2 =	0,0000
		corr(u_i,Xb)=	0,000

(Erro padrão ajustado para 8 clusters na empresa)

Resultado	Coeficiente	Robusto Erro Padrão	t	P > | t |	Intervalo de confiança 95%	
ROE	0,01579	0,08618	0,18	0,855	-0,15312	0,18470
ROA	-0,00521	0,15198	-0,03	0,973	-0,30308	0,29266
LC	-0,02931	0,01841	-1,59	0,111	-0,06539	0,00678
DIV	-0,18369	0,06604	-2,78	0,005	-0,31313	-0,05425
VND	0,02537	0,04245	0,60	0,550	-0,05783	0,10856
ML	0,08697	0,04423	1,97	0,049	0,00027	0,17366
GA	0,04816	0,04018	1,20	0,231	-0,03058	0,12690
Intercepto	0,22969	0,01740	13,2	0,000	0,19559	0,26379
sigma_u	0,0000000					
sigma_e	0,0370535					
Rho	0,0000000	(fração da variância devida a *u_i*)				

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

Para as Empresas Financeiras o enfoque Resultado é influenciado pelo indicador de Endividamento e Margem Líquida. Como o sinal do indicador de Endividamento é negativo, entende-se que à medida que este indicador diminui, mais ênfase é dada a informações sobre resultado. Entende-se portanto que se o endividamento da empresa é alto, ela tenda explicar ao usuário o que causou esse aumento, deixando de mencionar informações como lucro ou rentabilidade. Com relação à Margem Líquida, tem-se comportamento contrário, ou seja, quanto maior for este indicador, mais informações sobre Resultado haverá no Relatório Anual. Esse resultado corrobora com a análise imediatamente anterior, uma vez que confirma que quando a Margem Líquida é insatisfatória, o enfoque em Resultado é reduzido e outros enfoques como o Operacional são enfatizados.

Tabela 14: Regressão em painel - Faturamento (efeitos aleatórios)

r^2 *within* =	0,1444		
between =	0,9412	Wald x^2 (6) =	85084,55
Overall =	0,7874	Prob, > x^2 =	0,000
		corr(u_i,Xb)=	0,000

(Erro padrão ajustado para 8 clusters na empresa)

Faturamento	Coeficiente	Robusto Erro Padrão	t	P > | t |	Intervalo de confiança 95%	
ROE	0,0346820	0,0150025	2,31	0,0210	0,0052776	0,0640864
ROA	0,1039227	0,0827123	1,26	0,2090	-0,0581905	0,2660358
LC	0,0062417	0,0121622	0,51	0,6080	-0,0175958	0,0300792
DIV	-0,0297263	0,0101336	-2,93	0,0030	-0,0495877	-0,0098649
VND	-0,0059717	0,0087795	-0,68	0,4960	-0,0231793	0,0112358
ML	0,0662020	0,0128039	5,17	0,0000	0,0411069	0,0912971
GA	-0,0161220	0,0437596	-0,37	0,7130	-0,1018892	0,0696452
Intercepto	0,0237449	0,0064540	3,68	0,0000	0,0110952	0,0363946
sigma_u	0,0000000					
sigma_e	0,0126127					
Rho	0,0000000	(fração da variância devida a *u_i*)				

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

O Enfoque Faturamento das Empresas Financeiras é influenciado positivamente pelos indicadores ROE, DIV e ML, no sentido de que quanto maiores forem, maior será o incremento de informação sobre faturamento no Relatório da Administração. O mesmo acontece em sentido contrário, na medida em que esses indicadores diminuem, também o enfoque sobre faturamento fica reduzido no relatório. Com base nesse resultado, observa-se que quando índices de rentabilidade e lucratividade são atrativos, a empresa tende a não evidenciar informações sobre quantidade vendida ou montante da receita auferida, dando ênfase a outras informações não relacionadas com faturamento.

Tabela 15: Regressão em painel – Conjuntura Econômica (efeitos fixos)

r^2 *within* =	0,5150		
between =	0,2455	F(7 , 7) =	683,26
Overall =	0,0408	Prob, > F =	0,0000
		corr(u_i,Xb)=	-0,5090

(Erro padrão ajustado para 8 clusters na empresa)

Conjuntura Econômica	Coeficiente	Robusto Erro Padrão	t	P > | t |	Intervalo de confiança 95%	
ROE	-0,0086648	0,067438	-0,13	0,901	-0,1681309	0,15080130
ROA	0,1562277	0,052964	2,95	0,021	0,0309874	0,28146810
LC	0,0143468	0,006454	2,22	0,062	-0,0009146	0,02960820
DIV	0,0414584	0,027192	1,52	0,171	-0,0228414	0,10575820
VND	-0,0247322	0,006047	-4,09	0,005	-0,0390317	-0,01043260
ML	-0,0250669	0,008966	-2,80	0,027	-0,0462673	-0,00386650
GA	-0,0189582	0,027507	-0,69	0,513	-0,0840015	0,04608500
Intercepto	0,0348939	0,027845	1,25	0,250	-0,0309485	0,10073640
sigma_u	0,05996770				Teste de *Chow*	*F* =18,16

sigma_e	0,01122882		*p* < 0,001
Rho	0,96612596	(fração da variância devida a *u_i*)	

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

O Enfoque sobre Conjuntura Econômica sofre influência de três indicadores de desempenho nas Empresas Financeiras. Quando o indicador de rentabilidade ROA aumenta mais se fala em Conjuntura Econômica, evidenciando que a economia favorece positivamente esse indicador, já quando o ROA diminui, outros enfoques são utilizados para justificar essa situação. Já os indicadores VND e ML, por apresentarem sinal negativo, exercem influência no sentido contrário, ou seja, quanto menores forem, mais evidência é dada a economia do país e na medida que eles aumentam, a evidencia na Conjuntura Econômica diminui. Sendo assim, percebe-se que se o Crescimento das Vendas e a Margem Líquida não estão satisfatórios é devido a Conjuntura.

Tabela 16: Regressão em painel - Mercado (efeitos fixos)

r^2 *within* =	0,6436		
between =	0,0995	F(7 , 7) =	35,41
Overall =	0,2007	Prob, > F =	0,0001
		corr(u_i,Xb)=	-0,8928

(Erro padrão ajustado para 8 clusters na empresa)

Mercado	Coeficiente	Robusto Erro Padrão	t	P > | t |	Intervalo de confiança 95%	
ROE	0,0942513	0,068842	1,37	0,213	-0,068533	0,2570355
ROA	-0,0930703	0,143145	-0,65	0,536	-0,431554	0,2454134
LC	-0,0703383	0,017890	-3,93	0,006	-0,112640	-0,0280362
DIV	0,2974631	0,080842	3,68	0,008	0,106302	0,4886241
VND	0,0236288	0,009103	2,60	0,036	0,002103	0,0451548
ML	-0,0051483	0,007988	-0,64	0,540	-0,024037	0,0137407
GA	-0,0108078	0,022277	-0,49	0,642	-0,063485	0,0418695
Intercepto	0,0236347	0,048270	0,49	0,639	-0,090505	0,1377747

sigma_u	0,09165919	Teste de *Chow*	*F* = 4,27
sigma_e	0,02022958		*p* < 0,0077
Rho	0,95355211	(fração da variância devida a *u_i*)	

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

Com relação ao enfoque em Mercado, percebe-se que o mesmo é influenciado pela Liquidez Corrente - LC, Endividamento - DIV e Crescimento das Vendas - VND. Quanto maior for o indicador de LC, menos ênfase o mercado recebe no relatório e quando esse indicador é menor mais se usa o mercado para justificar essa situação. Já os indicadores DIV e VND influenciam o relatório sempre no mesmo sentido, ou seja, se o Endividamento e as vendas crescem o mercado é mencionado no Relatório da Administração com mais intensidade e se estes indicadores diminuem o RA não dá ênfase ao mercado.

Tabela 17: Regressão em painel – Responsabilidade Social e Ambiental (efeitos fixos)

r^2 *within* =	0,2380		
between =	0,3830	F(7 , 7) =	43,41
Overall =	0,2801	Prob, > F =	0,000
		corr(u_i,Xb)=	-0,8504

(Erro padrão ajustado para 8 clusters na empresa)

Responsabilidade Social e Ambiental	Coeficiente	Robusto Erro Padrão	t	P > | t |	Intervalo de confiança 95%	
ROE	-0,0502449	0,1071984	-0,47	0,654	-0,3037288	0,2032390
ROA	0,2000397	0,1919613	1,04	0,332	-0,2538766	0,6539559
LC	0,0055915	0,0208745	0,27	0,797	-0,0437688	0,0549518
DIV	-0,1928506	0,0832057	-2,32	0,054	-0,3896009	0,0038996
VND	0,0104453	0,0076495	1,37	0,214	-0,0076428	0,0285334
ML	-0,0556233	0,0066954	-8,31	0,000	-0,0714554	-0,0397912
GA	-0,0004457	0,0364663	-0,01	0,991	-0,0866748	0,0857834
Intercepto	0,2572941	0,0370308	6,95	0,000	0,1697301	0,3448581
sigma_u	0,09753619				Teste de *Chow*	*F* = 8,75
sigma_e	0,02911045					*p* < 0,0002
Rho	0,91820859	(fração da variância devida a *u_i*)				

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

O enfoque de Responsabilidade Social e Ambiental - RSA é influenciado somente pela Margem Líquida - ML e no sentido contrário. À medida que a ML diminui, mais o relatório fala sobre RSA e quando esse indicador aumenta, o Relatório da Administração enfoca outras informações. Percebe-se, portanto, que a ênfase em RSA é mais intensa quando a lucratividade da empresa é menor, assim o RA tende a chamar a atenção para aspectos não relacionados com o resultado.

Tabela 18: Regressão em painel – Governança Corporativa (efeitos fixos)

r^2 *within* =	0,5503		
between =	0,0452	F(7 , 7) =	28,70
Overall =	0,0001	Prob, > F =	0,0001
		corr(u_i,Xb)=	-0,8976

(Erro padrão ajustado para 8 clusters na empresa)

Governança Corporativa	Coeficiente	Robusto Erro Padrão	t	P > | t |	Intervalo de confiança 95%	
ROE	-0,1869205	0,1452702	-1,29	0,239	-0,5304298	0,1565888
ROA	-0,7634195	0,2354487	-3,24	0,014	-1,320167	-0,2066718
LC	0,1149657	0,0330326	3,48	0,010	0,0368561	0,1930753
DIV	-0,0481174	0,0993879	-0,48	0,643	-0,2831323	0,1868975
VND	-0,0418945	0,0363176	-1,15	0,287	-0,1277721	0,0439830
ML	0,0240618	0,0253573	0,95	0,374	-0,0358988	0,0840223
GA	0,0322461	0,0481525	0,67	0,525	-0,0816165	0,1461087
Intercepto	0,2166399	0,0468630	4,62	0,002	0,1058265	0,3274533
sigma_u	0,24791327				Teste de *Chow*	*F* = 6,48
sigma_e	0,04254824					*p* < 0,0010
Rho	0,97138747	(fração da variância devida a *u_i*)				

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

Em Empresas Financeiras observa-se que os indicadores de rentabilidade ROA e LC tem relação com o enfoque de Governança Corporativa - GC. Com relação a Liquidez Corrente, o sentido da relação é o mesmo, quanto maior esse indicador, mais influência é dada a GC no relatório da empresa e quando esse indicador é menor ou diminui, a GC recebe menos atenção no RA. Já quanto menor for o Retorno sobre o Ativo, mais informações sobre GC aparece no Relatório da Administração - RA, dessa forma, a empresa tenta explicar para os usuários que apesar do ROA não ser o esperado, ela possui boas práticas de governança.

Tabela 19: Regressão em painel – Fontes e Usos de Recursos (efeitos aleatórios)

r^2 *within* =	0,0479		
between =	0,8455	Wald x^2 (6) =	795,89
Overall =	0,4464	Prob, > x^2 =	0,000
		corr(u_i,Xb)=	0,000

(Erro padrão ajustado para 8 clusters na empresa)

Fontes e Usos de Recursos	Coeficiente	Robusto Erro Padrão	t	P > | t |	Intervalo de confiança 95%	
ROE	-0,0767374	0,0596119	-1,29	0,198	-0,1935747	0,0400999
ROA	-0,1699180	0,1760268	-0,97	0,334	-0,5149243	0,1750883
LC	-0,0132429	0,0190498	-0,70	0,487	-0,0505797	0,0240940
DIV	-0,0342044	0,0360296	-0,95	0,342	-0,1048211	0,0364123
VND	-0,0146205	0,0141805	-1,03	0,303	-0,0424138	0,0131728
ML	0,0474819	0,0406427	1,17	0,243	-0,0321763	0,1271400
GA	0,1242955	0,0250601	4,96	0,000	0,0751786	0,1734124
Intercepto	0,1660952	0,0276130	6,02	0,000	0,1119747	0,2202157
sigma_u	0,00000000					
sigma_e	0,02546425					
Rho	0,00000000	(fração da variância devida a *u_i*)				

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

O Giro do Ativo foi o único indicador identificado que exerce influência no enfoque de Fontes e Usos de Recursos. Quanto maior for o GA mais se comenta sobre FUR no RA.

4.4.3.3 Regressão em painel para Empresas Não Financeiras

Tabela 20: Teste de *Hausman* para Empresas Não Financeiras

Variável	Teste de *Hausman* x^2	*p-valor*	Estimador H_0: Efeito Aleatório
Operacional	5,03	0,6559	Efeito Aleatório
Fluxo de Caixa	2,13	0,9525	Efeito Aleatório
Resultado	5,02	0,6580	Efeito Aleatório
Faturamento	13,55	0,0599	Efeito Aleatório
Conjuntura Econômica	12,36	0,0894	Efeito Aleatório
Mercado	17,95	0,0122	Efeito Fixo
Resp. Social e Ambiental	5,54	0,5939	Efeito Aleatório
Governança Corporativa	4,78	0,6872	Efeito Aleatório
Tecnologia	7,11	0,4172	Efeito Aleatório
Fontes e Usos de Recursos	14,85	0,0380	Efeito Fixo

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

Nas Empresas Não Financeiras, apenas enfoques em Mercado e Responsabilidade Social e Ambiental foram influenciados pelos indicadores de desempenho. Observa-se que esse grupo de empresas tem seus RAS influenciados pelos indicadores de desempenho de maneira bem menos intensa que as Empresas Financeiras.

Tabela 21: Regressão em painel - Mercado (efeitos fixos)

r^2 *within* =	0,1136		
between =	0,0474	F(7,24) =	2,6100
Overall =	0,0245	Prob, > F =	0,0377
		corr(u_i,Xb)=	-0,6537

(Erro padrão ajustado para 25 clusters na empresa)

Mercado	Coeficiente	Robusto Erro Padrão	t	P > | t |	Intervalo de confiança 95%	
ROE	-0,097708	0,055101	-1,77	0,089	-0,211430	0,016014
ROA	0,449689	0,275043	1,63	0,115	-0,117973	101.735
LC	0,005557	0,012125	0,46	0,651	-0,019468	0,030582
DIV	0,021861	0,050390	0,43	0,668	-0,082139	0,125861
VND	0,005042	0,005823	0,87	0,395	-0,006976	0,017060
ML	-0,067172	0,045700	-1,47	0,155	-0,161491	0,027148
GA	-0,086979	0,039095	-2,22	0,036	-0,167666	-0,006292
Intercepto	0,185218	0,035350	5,24	0,000	0,112259	0,258177
sigma_u	0,066196				Teste de *Chow*	F = 6,76
sigma_e	0,036978					p < 0,001
Rho	0,762169	(fração da variância devida a *u_i*)				

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

O enfoque em Mercado, nas Empresas Não Financeiras foi influenciado apenas pelo indicador Giro do Ativo - GA, em sentido de movimentação contrária, ou seja, na medida em que o GA diminui, mais informações sobre mercado é apresentada no Relatório da Administração, porém se o GA aumenta as empresas tendem enfatizar informações distintas do aspecto mercadológico.

Tabela 22: Regressão em painel – Responsabilidade Social e Ambiental (efeitos aleatórios)

r^2 *within* =	0,1328		
between =	0,0854	Wald x^2 (7) =	24,59
Overall =	0,0551	Prob, > x^2 =	0,0009
		corr(u_i,Xb)=	0,000

(Erro padrão ajustado para 25 clusters na empresa)

Responsabilidade Social e Ambiental	Coeficiente	Robusto Erro Padrão	t	P > | t |	Intervalo de confiança 95%	
ROE	-0,055375	0,034718	-1,59	0,111	-0,123421	0,012672
ROA	0,243457	0,110917	2,19	0,028	0,026063	0,460850
LC	0,000193	0,005013	0,04	0,969	-0,009633	0,010019
DIV	-0,049105	0,037088	-1,32	0,185	-0,121795	0,023586
VND	-0,002566	0,003775	-0,68	0,497	-0,009965	0,004834
ML	0,034709	0,029983	1,16	0,247	-0,024057	0,093474

GA	0,051291	0,013500	3,80	0,000	0,024832	0,077750
Intercepto	0,072983	0,022194	3,29	0,001	0,029484	0,116483
sigma_u	0,04069					
sigma_e	0,02927					
Rho	0,65900	(fração da variância devida a *u_i*)				

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

Com relação ao enfoque em Responsabilidade Social e Ambiental- RSA observa-se que em Empresas Não Financeiras, o mesmo tem associação positiva com os indicadores Rentabilidade sobre o Ativo - ROA e Giro do Ativo - GA. Nesse sentido, sempre que os indicadores ROA e GA forem maiores, mais ênfase o Relatório da Administração dará em informações de RSA e o inverso também é verdadeiro, se estes indicadores diminuírem, também as informações sobre RSA irão diminuir. Percebe-se, portanto, uma preocupação das Empresas Não Financeiras em informar os usuários que a mesma tenta retornar para a sociedade, por meio de ações sócio ambientais os recursos que a sociedade entrega para a empresa fazendo com que os indicadores de rentabilidade e giro do ativo sejam satisfatórios.

Todas as Empresas								**Empresas Financeiras**								**Empresas Não Financeiras**							
	ROE	ROA	LC	DIV	VND	ML	GA		ROE	ROA	LC	DIV	VND	ML	GA		ROE	ROA	LC	DIV	VND	ML	GA
OPER								OPER		■				■		OPER							
FC								FC								FC							
RES								RES				■		■		RES							
FAT								FAT	■			■		■		FAT							
CE								CE		■			■	■		CE							
MERC								MERC			■	■	■			MERC							■
RSA		■					■	RSA						■		RSA		■					■
GC								GC		■	■					GC							
TEC								TEC								TEC							
FUR								FUR							■	FUR							

Quadro 13: Resumo comparativo entre todas as empresas, Empresas Financeiras e Empresas Não Financeiras

Fonte: Elaborado pela autora

No quadro resumo dos três grupos analisados observa-se que existe relação entre os indicadores de desempenho e os enfoques informacionais do Relatório da Administração. O Grupo que demonstrou sofrer mais influência é das Empresas Financeiras, onde 80% dos enfoques são influenciados por pelo menos um indicador. Isto posto, rejeita-se a hipótese nula de que não existe relação entre indicadores de desempenho e enfoques informacionais do Relatório da Administração.

4.4.3.4 Empresas do Grupo com Pior Desempenho

Tabela 23: Teste de *Hausman* para Empresas com Pior Desempenho

Variável	Teste de *Hausman* x^2	*p-valor*	Estimador H_0: Efeito Aleatório
Operacional	6,54	0,4787	Efeito Aleatório
Fluxo de Caixa	8,47	0,2928	Efeito Aleatório
Resultado	3,12	0,8737	Efeito Aleatório
Faturamento	4,67	0,6999	Efeito Aleatório
Conjuntura Econômica	4,49	0,7216	Efeito Aleatório
Mercado	2,67	0,9134	Efeito Aleatório
Resp. Social e Ambiental	6,64	0,4673	Efeito Aleatório
Governança Corporativa	6,79	0,4512	Efeito Aleatório
Tecnologia	12,15	0,0957	Efeito Aleatório
Fontes e Usos de Recursos	6,67	0,4635	Efeito Aleatório

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

No grupo das empresas com Pior Desempenho, identificadas de acordo com o escore proposto pelo estudo de Lyra e Corrar (2009), os enfoques Operacional, Fluxo de Caixa, Faturamento, Conjuntura Econômica, Mercado, Tecnologia, Fontes e Usos de Recursos demonstraram ser influenciados pelos indicadores de desempenho. Já o enfoque sobre Resultado, Responsabilidade Social e Ambiental e Governança Corporativa não apresentaram influência de nenhum indicador. Verifica-se, portanto, que esse grupo de empresas tem 70% dos enfoques informacionais influenciados por indicadores de desempenho.

Tabela 24: Regressão em painel - Operacional (efeitos aleatórios)

r^2 *within* =	0,0082		
between =	0,3902	Wald x^2 (7) =	42,15
Overall =	0,3708	Prob, > x^2=	0,000
		corr(u_i,Xb)=	0,0000

(Erro padrão ajustado para 26 clusters na empresa)

Operacional	Coeficiente	Robusto Erro Padrão	t	P > | t |	Intervalo de confiança 95%	
ROE	0,060092	0,034291	1,75	0,080	-0,007118	0,127302
ROA	-0,219971	0,106781	-2,06	0,039	-0,429257	-0,010685
LC	-0,005528	0,006645	-0,83	0,405	-0,018553	0,007497
DIV	-0,061880	0,047808	-1,29	0,196	-0,155581	0,031822
VND	-0,000746	0,007009	-0,11	0,915	-0,014483	0,012991
ML	-0,027594	0,020280	-1,36	0,174	-0,067341	0,012154
GA	0,061552	0,014575	4,22	0,000	0,032985	0,090118
Intercepto	0,142614	0,031959	4,46	0,000	0,079976	0,205252
sigma_u	0,035448					
sigma_e	0,028212					
Rho	0,612222	(fração da variância devida a *u_i*)				

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

Para as empresas classificadas no grupo de Pior Desempenho da amostra, o enfoque operacional é influenciado pelos indicadores Retorno sobre o Ativo - ROA e Giro do Ativo -

GA, o primeiro em sentido contrário e o segundo com movimento no mesmo sentido. Para o primeiro indicador vale a premissa de que o enfoque operacional aumenta na medida em que o ROA diminui, assim entende-se que quando a rentabilidade dos ativos é insatisfatória a empresa tende a chamar a atenção do usuário para questões operacionais, enquanto que se o ROA for alto, outros enfoques terão mais evidência. Com GA o comportamento é inverso ao ROA, se o GA é positivo, o enfoque em informações operacionais é alto, já quando o GA é baixo, o Relatório da Administração não enfatiza o operacional.

Tabela 25: Regressão em painel – Fluxo de Caixa (efeitos aleatórios)

r^2 *within* =	0,1553		
between =	0,2086	Wald x^2 (7) =	16,64
Overall =	0,2632	Prob, > x^2=	0,0199
		corr(u_i,Xb)=	0,0000

(Erro padrão ajustado para 26 clusters na empresa)

Fluxo de Caixa	Coeficiente	Robusto Erro Padrão	t	P > | t |	Intervalo de confiança 95%	
ROE	0,011987	0,011754	1,02	0,308	-0,01105	0,035025
ROA	-0,029821	0,037732	-0,79	0,429	-0,10377	0,044131
LC	0,005071	0,003735	1,36	0,175	-0,00225	0,012392
DIV	-0,047001	0,018375	-2,56	0,011	-0,08302	-0,01099
VND	0,000576	0,002891	0,20	0,842	-0,00509	0,006241
ML	0,008839	0,014135	0,63	0,532	-0,01887	0,036544
GA	0,003478	0,005632	0,62	0,537	-0,00756	0,014516
Intercepto	0,034722	0,014591	2,38	0,017	0,006125	0,063320
sigma_u	0,007515					
sigma_e	0,015872					
Rho	0,183114	(fração da variância devida a *u_i*)				

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

O Endividamento contribui para que o enfoque em Fluxo de Caixa seja reduzido, uma vez que ele apresenta sinal negativo. Dessa forma, quanto maior for o Endividamento menor será o enfoque no Fluxo de Caixa e quando o Endividamento for baixo, há mais informações sobre Fluxo de Caixa no relatório. Observa-se que nesse grupo de empresas, se o Endividamento está alto, informações sobre FC serão evitadas, uma vez que se o respectivo indicador está acima do esperado é porque a geração de caixa pela própria atividade está comprometido, levando a empresa buscar esse recursos em outras fontes.

Tabela 26: Regressão em painel - Faturamento (efeitos aleatórios)

r^2 *within* =	0,0850		
between =	0,1937	Wald x^2 (7) =	25,39

Overall =	0,2347	Prob, > x^2=	0,0006
		corr(u_i,Xb)=	0,0000

(Erro padrão ajustado para 26 clusters na empresa)

Faturamento	Coeficiente	Robusto Erro Padrão	t	P > | t |	Intervalo de confiança 95%	
ROE	-0,045420	0,068391	-0,66	0,507	-0,17946	0,088624
ROA	0,281964	0,194389	1,45	0,147	-0,09903	0,662958
LC	0,024614	0,009794	2,51	0,012	0,00542	0,043809
DIV	0,065485	0,064919	1,01	0,313	-0,06175	0,192724
VND	0,005790	0,011499	0,50	0,615	-0,01675	0,028328
ML	-0,006091	0,041721	-0,15	0,884	-0,08786	0,075681
GA	-0,021168	0,021408	-0,99	0,323	-0,06313	0,020791
Intercepto	-0,004742	0,030599	-0,15	0,877	-0,06471	0,055231
sigma_u	0,037504					
sigma_e	0,046164					
Rho	0,397603	(fração da variância devida a *u_i*)				

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

As empresas classificadas como Pior Desempenho demonstram que o enfoque em Faturamento está associado positivamente com o indicador de Liquidez Corrente - LC, isso significa que quanto mais aumenta a LC, maior é o incremento sobre Faturamento no RA. Esse comportamento é lógico, pois se o faturamento é alto, automaticamente as contas do Ativo Circulante aumentam e isso melhora o indicador de liquidez, nesse sentido esse enfoque no RA passa a ser mais evidenciado.

Tabela 27: Regressão em painel – Conjuntura Econômica (efeitos aleatórios)

r^2 *within* =	0,1183		
between =	0,2640	Wald x^2 (7) =	16,63
Overall =	0,2746	Prob, > x^2=	0,0199
		corr(u_i,Xb)=	0,0000

(Erro padrão ajustado para 26 clusters na empresa)

Conjuntura Econômica	Coeficiente	Robusto Erro Padrão	t	P > | t |	Intervalo de confiança 95%	
ROE	-0,022322	0,061755	-0,36	0,718	-0,143360	0,098716
ROA	0,062648	0,169942	0,37	0,712	-0,270432	0,395727
LC	-0,019821	0,009594	-2,07	0,039	-0,038625	-0,001016
DIV	-0,002705	0,039166	-0,07	0,945	-0,079469	0,074059
VND	-0,000364	0,007716	-0,05	0,962	-0,015488	0,014760
ML	-0,021673	0,037645	-0,58	0,565	-0,095456	0,052111
GA	-0,041529	0,015162	-2,74	0,006	-0,071245	-0,011812
Intercepto	0,122790	0,029377	4,18	0,000	0,065213	0,180367
sigma_u	0,024546					
sigma_e	0,033392					
Rho	0,350795	(fração da variância devida a *u_i*)				

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

A Conjuntura Econômica recebe mais ênfase na medida em que os indicadores de Liquidez Corrente - LC e Giro do Ativo - GA são menores. A partir do momento que a LC e GA aumentam, diminui informações sobre aspectos econômicos divulgadas no RA. Percebe-se nessa análise que a empresa tende a justificar LC e GA baixo com a Conjuntura Econômica que está inserida, enfatizando questões como crise, taxas de juros, entre outras.

Tabela 28: Regressão em painel - Mercado (efeitos aleatórios)

r^2 *within* =	0,1674		
between =	0,2867	Wald x^2 (7) =	37,97
Overall =	0,2067	Prob, > x^2=	0,0000
		corr(u_i,Xb)=	0,0000

(Erro padrão ajustado para 26 clusters na empresa)

Mercado	Coeficiente	Robusto Erro Padrão	t	P > | t |	Intervalo de confiança 95%	
ROE	0,027441	0,053226	0,52	0,606	-0,07688	0,131761
ROA	-0,344583	0,153211	-2,25	0,025	-0,64487	-0,04430
LC	0,010569	0,011589	0,91	0,362	-0,01215	0,033284
DIV	0,052978	0,035915	1,48	0,140	-0,01741	0,123371
VND	0,006010	0,013782	0,44	0,663	-0,02100	0,033022
ML	0,033814	0,051849	0,65	0,514	-0,06781	0,135437
GA	0,028332	0,019187	1,48	0,140	-0,00927	0,065937
Intercepto	0,108003	0,018956	5,70	0,000	0,07085	0,145156
sigma_u	0,034034					
sigma_e	0,040957					
Rho	0,408462	(fração da variância devida a *u_i*)				

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

O indicador de Retorno do Ativo - ROA está associado com o enfoque em Mercado em sentido contrário. Na medida em que o ROA diminui, há incremento de informações sobre Mercado no Relatório da Administração. Conclui-se, portanto, que há uma tentativa de explicar um ROA insatisfatório com informações mercadológicas. Os demais indicadores não apresentaram indícios de influência nesse enfoque para as empresas classificadas no grupo de Pior Desempenho.

Tabela 29: Regressão em painel - Tecnologia (efeitos aleatórios)

r^2 *within* =	0,4248		
between =	0,0008	Wald x^2 (7) =	84,03
Overall =	0,0036	Prob, > x^2=	0,0000
		corr(u_i,Xb)=	0,0000

(Erro padrão ajustado para 26 clusters na empresa)

Tecnologia	Coeficiente	Robusto Erro Padrão	t	P > | t |	Intervalo de confiança 95%	
ROE	-0,007627	0,011715	-0,65	0,515	-0,03059	0,015334
ROA	0,052422	0,034019	1,54	0,123	-0,01425	0,119099

LC	0,000186	0,003055	0,06	0,952	-0,00580	0,006173
DIV	0,013860	0,012165	1,14	0,255	-0,00998	0,037702
VND	-0,002634	0,002471	-1,07	0,286	-0,00748	0,002209
ML	-0,042180	0,007551	-5,59	0,000	-0,05698	-0,027381
GA	-0,014107	0,007223	-1,95	0,051	-0,02826	5,03E-05
Intercepto	0,024489	0,010399	2,35	0,019	0,004107	0,044870
sigma_u	0,016400					
sigma_e	0,008005					
Rho	0,807591	(fração da variância devida a *u_i*)				

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

O Enfoque em Tecnologia é altamente influenciado pela Margem Líquida - ML. Por apresentar sinal negativo entende-se que quando a ML é alta, menos informações sobre tecnologia a empresa divulga. Nesse enfoque, percebe-se que quando a lucratividade apresenta índice ruim, há tendência de desviar atenção do usuário com informações de caráter tecnológico, demonstrando que a ML diminui em virtude do aumento dos investimentos em tecnologia ou porque a área tecnológica está deficitária culminando em redução dos lucros.

Tabela 30: Regressão em painel – Fontes e Usos de Recursos (efeitos aleatórios)

r^2 *within* =	0,0075		
between =	0,4727	Wald x^2 (7) =	22,4000
Overall =	0,3369	Prob, > x^2=	0,0022
		corr(u_i,Xb)=	0,000

(Erro padrão ajustado para 26 clusters na empresa)

Fontes e Usos de Recursos	**Coeficiente**	**Robusto Erro Padrão**	**t**	**P > | t |**	**Intervalo de confiança 95%**	
ROE	-0,088637	0,055890	-1,59	0,113	-0,19818	0,020904
ROA	0,219318	0,171113	1,28	0,200	-0,11606	0,554694
LC	-0,016804	0,009972	-1,69	0,092	-0,03635	0,002739
DIV	-0,129463	0,059243	-2,19	0,029	-0,24558	-0,013349
VND	0,019885	0,010704	1,86	0,063	-0,00109	0,040864
ML	0,067216	0,046852	1,43	0,151	-0,02461	0,159044
GA	-0,017164	0,015100	-1,14	0,256	-0,04676	0,012430
Intercepto	0,216554	0,038061	5,69	0,000	0,14196	0,291153
sigma_u	0,004556					
sigma_e	0,043748					
Rho	0,010731	(fração da variância devida a *u_i*)				

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

As empresas classificadas no grupo de Pior Desempenho apresentam que o enfoque em Fontes e Usos de Recursos recebe influência do indicador de Endividamento. Quanto maior o Endividamento, menos ênfase é dada no Relatório da Administração sobre informações que divulgam as Fontes e Usos de Recursos.

4.4.3.5 Empresas do grupo com Melhor Desempenho

Tabela 31: Teste de *Hausman* para Empresas com Melhor Desempenho

Variável	Teste de *Hausman* x^2	*p-valor*	Estimador H_0: Efeito Aleatório
Operacional	3,10	0,8753	Efeito Aleatório
Fluxo de Caixa	3,43	0,8429	Efeito Aleatório
Resultado	16,24	0,0273	Efeito Fixo
Faturamento	4,23	0,7532	Efeito Aleatório
Conjuntura Econômica	7,81	0,3495	Efeito Aleatório
Mercado	15,41	0,0311	Efeito Fixo
Resp. Social e Ambiental	7,38	0,3909	Efeito Aleatório
Governança Corporativa	5,96	0,5444	Efeito Aleatório
Tecnologia	1,34	0,9874	Efeito Aleatório
Fontes e Usos de Recursos	13,71	0,0566	Efeito Aleatório

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

Nas empresas classificadas como Melhor Desempenho, de acordo com os indicadores e respectivo escore sugerido por Lyra e Corrar (2009), os enfoques influenciados pelos indicadores são Resultado, Mercado, Tecnologia e Fontes e Usos de Recursos. Os outros seis enfoques não apresentaram significância na influência. Observa-se que nesse grupo, apenas 40% dos enfoques são influenciados por indicadores de resultado enquanto que no grupo de empresas com Pior Desempenho esse percentual aumenta para 70% indicando que o último grupo é mais influenciado que o primeiro grupo.

Tabela 32: Regressão em painel - Resultado (efeitos fixos)

r^2 *within* =	0,3341		
between =	0,0000	F(7,23) =	48,83
Overall =	0,0048	Prob, > F =	0,000
		corr(u_i,Xb)=	-0,6269

(Erro padrão ajustado para 24 clusters na empresa)

Resultado	Coeficiente	Robusto Erro Padrão	t	P > | t |	Intervalo de confiança 95%	
ROE	0,108483	0,059503	1,82	0,081	-0,0146075	0,2315732
ROA	-0,653844	0,250759	-2,61	0,016	-1.172.579	-0,1351098
LC	-0,036372	0,011863	-3,07	0,005	-0,0609132	-0,0118311
DIV	0,092927	0,108548	0,86	0,401	-0,1316216	0,3174754
VND	-0,030703	0,079878	-0,38	0,704	-0,1959435	0,1345368
ML	0,216864	0,035009	6,19	0,000	0,1444432	0,2892850
GA	0,060744	0,045747	1,33	0,197	-0,0338915	0,1553799
Intercepto	0,112684	0,049579	2,27	0,033	0,0101229	0,2152447
sigma_u	0,072304				Teste de *Chow*	$F = 5,71$
sigma_e	0,031463					$p < 0,0003$
Rho	0,840791	(fração da variância devida a *u_i*)				

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

Para as empresas com Melhor Desempenho, o enfoque em Resultado tem relação com os indicadores Rentabilidade sobre o Ativo - ROA, Liquidez Corrente - LC e Margem Líquida - ML. Quanto menor for o ROA e LC, mais a empresa fala sobre Resultado em seu Relatório Anual, dando a entender que ela tenta justificar tal situação. Com relação a ML o efeito é inverso, na medida em que esse indicador aumenta, mais enfoque em Resultado é encontrado no relatório da empresa. Essa análise indica que o enfoque em Resultado depende do sucesso da ML. Quando ela é positiva, o RA intensifica o enfoque em Resultado, mostrando para os usuários que empresa é forte geradora de lucro.

Tabela 33: Regressão em painel - Mercado (efeitos fixos)

r^2 *within* =	0,5017		
between =	0,0875	F(7,23) =	09,55
Overall =	0,0034	Prob, > F =	0,000
		corr(u_i,Xb)=	-0,6767

(Erro padrão ajustado para 24 clusters na empresa)

Mercado	Coeficiente	Robusto Erro Padrão	t	P > | t |	Intervalo de confiança 95%	
ROE	-0,193943	0,046833	-4,14	0,000	-0,2908239	-0,097061
ROA	1.048.776	0,209216	5,01	0,000	0,6159792	1.481.573
LC	-0,020252	0,016224	-1,25	0,224	-0,0538143	0,0133095
DIV	-0,044896	0,070477	-0,64	0,530	-0,1906894	0,1008976
VND	-0,086247	0,114907	-0,75	0,461	-0,3239503	0,1514567
ML	-0,111063	0,022102	-5,03	0,000	-0,1567830	-0,0653420
GA	-0,010782	0,069500	-0,16	0,878	-0,1545546	0,1329905
Intercepto	0,224171	0,047685	4,70	0,000	0,1255270	0,3228142
sigma_u	0,085239				Teste de *Chow*	F = 4,01
sigma_e	0,034332					p < 0,0024
Rho	0,860417	(fração da variância devida a *u_i*)				

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

No enfoque Mercado, três indicadores exercem influência, que são Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido - ROE, Rentabilidade sobre o Ativo - ROA e Margem Líquida - ML. O ROE e a ML incrementam o enfoque informacional sobre mercado na medida em que diminuem, enquanto que o ROA provoca aumento de informações sobre mercado quando apresenta resultado maior. Em empresas de Melhor Desempenho, informações sobre mercado são utilizadas para justificar problemas no rentabilidade e lucratividade, intensificando expressões como concorrência e competitividade.

Tabela 34: Regressão em painel - Tecnologia (efeitos aleatórios)

r^2 *within* =	0,3581		
between =	0,2073	Wald x^2 (7) =	51,69

Overall =	0,2437	Prob, > x^2=	0,000
		corr(u_i,Xb)=	0,000

(Erro padrão ajustado para 24 clusters na empresa)

Tecnologia	Coeficiente	Robusto Erro Padrão	t	P > | t |	Intervalo de confiança 95%	
ROE	0,037013	0,012235	3,03	0,002	0,0130334	0,0609933
ROA	-0,284140	0,056445	-5,03	0,000	-0,3947706	-0,1735092
LC	-0,007007	0,002049	-3,42	0,001	-0,0110216	-0,0029915
DIV	0,009183	0,018129	0,51	0,612	-0,0263478	0,0447146
VND	0,019031	0,008503	2,24	0,025	0,0023648	0,0356965
ML	0,062212	0,01386	4,49	0,000	0,0350472	0,0893761
GA	0,001938	0,010309	0,19	0,851	-0,0182676	0,0221438
Intercepto	0,031506	0,011107	2,84	0,005	0,0097375	0,0532743
sigma_u	0,021707					
sigma_e	0,009234					
Rho	0,846775	(fração da variância devida a *u_i*)				

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

O enfoque sobre Tecnologia das empresas classificadas como Melhor Desempenho é influenciado por cinco dos sete indicadores analisados. O Retorno sobre o Patrimônio Líquido - ROE, Crescimento das Vendas - VND e Margem Líquida - ML tem associação com movimento no mesmo sentido, portanto quando esses indicadores são positivos, mais ênfase é dada a informações sobre tecnologia no Relatório da Administração. Já o Retorno sobre o Ativo - ROA e Liquidez Corrente - LC tem associação de movimento em sentido contrário, assim quanto maiores forem esses indicadores a empresa tende a falar menos sobre tecnologia em seus relatórios.

Tabela 35: Regressão em painel – Fontes e Usos e Recursos (efeitos aleatórios)

r^2 *within* =	0,0070		
between =	0,5404	Wald x^2 (7) =	024,91
Overall =	0,4431	Prob, > x^2=	0,0008
		corr(u_i,Xb)=	0,0000

(Erro padrão ajustado para 24 clusters na empresa)

Fontes e Usos de Recursos	Coeficiente	Robusto Erro Padrão	t	P > | t |	Intervalo de confiança 95%	
ROE	-0,065133	0,023000	-2,83	0,005	-0,1102132	-0,0200532
ROA	0,2758932	0,136253	2,02	0,043	0,0088433	0,5429432
LC	0,0119992	0,005093	2,36	0,018	0,0020174	0,0219810
DIV	-0,0134379	0,038851	-0,35	0,729	-0,0895836	0,0627078
VND	-0,0615117	0,035369	-1,74	0,082	-0,1308333	0,0078098
ML	-0,0674614	0,067664,	-1,00	0,319	-0,2000794	0,0651566
GA	-0,0205402	0,016662	-1,23	0,218	-0,0531968	0,0121163
Intercepto	0,1284183	0,026418	4,86	0,000	0,0766406	0,1801961
sigma_u	0,024111					
sigma_e	0,024253					
Rho	0,497062	(fração da variância devida a *u_i*)				

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

O enfoque sobre Fontes e Usos de Recursos, nas empresas classificadas como Melhor Desempenho tem relação com três indicadores, Retorno sobre o Patrimônio Líquido - ROE, Retorno sobre o Ativo - ROA e Liquidez Corrente - LC. O ROE impulsiona informações sobre Fontes e Usos de Recursos – FUR na medida em que seu índice é baixo enquanto que ROA e LC geram incremento de informações sobre FUR na medida em que eles aumentam, ou seja, quanto maior o índice de LC e ROA, mais informações sobre Fontes e Usos de Recursos é evidenciada no Relatório da Administração.

Pior Desempenho								Melhor Desempenho							
	ROE	ROA	LC	DIV	VND	ML	GA		ROE	ROA	LC	DIV	VND	ML	GA
OPER		■					■	OPER							
FC				■				FC							
RES								RES		■	■			■	
FAT			■					FAT							
CE			■				■	CE							
MERC		■						MERC	■	■				■	
RSA								RSA							
GC								GC							
TEC						■		TEC	■	■	■		■	■	
FUR				■				FUR	■	■	■				

Quadro 14: Resumo comparativo os grupos de Pior e Melhor Desempenho
Fonte: Elaborado pela autora

De acordo com o resumo comparativo entre empresas do grupo de Pior e Melhor Desempenho observa-se que ambos tem os enfoques informacionais influenciados pelos indicadores de desempenho. No primeiro grupo percebe-se que o Retorno sobre o Patrimônio Líquido não exerce influência em nenhum enfoque informacional, enquanto que no segundo grupo este indicador tem relação significativa com três enfoques. Outro aspecto demonstrado é que o Endividamento e Giro do Ativo exercem influência apenas nos enfoques dos relatórios das empresas do grupo de Melhor Desempenho, já o indicador de crescimento das Vendas está associado com enfoques informacionais das empresas do grupo de Pior Desempenho. Ainda consta que o enfoque em Resultado não é influenciado por nenhum indicador nas empresas do grupo de Pior Desempenho enquanto que no grupo de Melhor Desempenho ele tem influência do Retorno sobre o Ativo, Liquidez Corrente e Margem

Líquida. Considerando o exposto, rejeita-se a hipótese nula de que não existe variação no enfoque entre empresas de pior e melhor desempenho.

Um aspecto interessante nessa análise é que o enfoque em Resultado nas empresas do grupo de Pior Desempenho não sofre influência de nenhum indicador, indicando que a ênfase nesse tipo de informação independe do desempenho auferido pela entidade, enquanto que nas empresas de Melhor Desempenho o enfoque em Resultado sofre influência do Retorno sobre o Ativo, Liquidez Corrente e Margem Líquida, demonstrando que informações sobre lucro e retorno tem associação direta com os indicadores que os medem.

Com base nesse resultado é possível reconhecer a existência de um padrão informacional para as empresas relacionado com o desempenho. Para as empresas classificadas no grupo de Pior Desempenho, existe um padrão de informação relacionado com os indicadores ROE e VND e com os enfoques Resultado, Responsabilidade Social e Ambiental e Governança Corporativa, visto que nenhum desses indicadores ou enfoques indicam influenciar ou receber influencia no Relatório da Administração. Em compensação os outros cinco indicadores e sete enfoques apresentam essa relação de influência.

O padrão informacional das empresas do grupo de Melhor Desempenho, está relacionado com os indicadores VND e GA e com os enfoques Operacional, Fluxo de Caixa, Faturamento, Conjuntura Econômica, Responsabilidade Social e Ambiental e Governança Corporativa, uma vez que estes indicadores e enfoques não influenciam e nem são influenciados. Já os indicadores ROE, ROA, LC, DIV e ML influenciam pelo menos um enfoque informacional e os enfoques Resultado, Mercado, Tecnologia e Fontes e Usos de Recursos são influenciados por até cinco indicadores. Dessa forma conclui-se que existe um padrão informacional vinculado com o desempenho empresarial.

4.4.3.6 Empresas sem Governança Corporativa

Tabela 36: Teste de *Hausman* para empresas sem Governança Corporativa

Variável	**Teste de *Hausman***		**Estimador**
	x^2	***p-valor***	**H_0: Efeito Aleatório**
Operacional	19,47	0,0056	Efeito Fixo
Fluxo de Caixa	17,40	0,0150	Efeito Fixo
Resultado	16,81	0,0187	Efeito Fixo
Faturamento	18,93	0,0084	Efeito Fixo
Conjuntura Econômica	9,55	0,2168	Efeito Aleatório
Mercado	22,36	0,0022	Efeito Fixo
Resp. Social e Ambiental	21,71	0,0028	Efeito Fixo
Governança Corporativa	4,42	0,7307	Efeito Aleatório
Tecnologia	20,60	0,0044	Efeito Fixo
Fontes e Usos de Recursos	18,05	0,0118	Efeito Fixo

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

Para esse grupo de empresas, seis enfoques do Relatório da Administração foram influenciados por indicadores de desempenho: Operacional, Mercado, Responsabilidade Social e Ambiental, Governança Corporativa, Tecnologia e Fontes e Usos de Recursos. Para os demais enfoques nenhum indicador apresentou significância. Percebe-se, portanto, que mais da metade do enfoques do RA das empresas sem Governança Corporativa estão associados com o desempenho empresarial.

Tabela 37: Regressão em painel – Operacional (efeitos fixos)

r^2 *within* =	0,5999		
between =	0,0027	F(7,7) =	136,00
Overall =	0,1367	Prob, > F =	0,0000
		corr(u_i,Xb)=	-0,4739

(Erro padrão ajustado para 8 clusters na empresa)

Operacional	Coeficiente	Robusto Erro Padrão	t	P > | t |	Intervalo de confiança 95%	
ROE	-0,2749468	0,096726	-2,84	0,0250	-0,5036662	-0,0462274
ROA	-1.527.453	0,136197	-11,21	0,0000	-1.849.509	-1.205.398
LC	-0,0069069	0,013002	-0,53	0,6120	-0,0376516	0,0238379
DIV	0,0044352	0,138082	0,03	0,9750	-0,3220775	0,3309478
VND	-0,0308234	0,007977	-3,86	0,0060	-0,0496850	-0,0119618
ML	1.182.832	0,156171	7,57	0,0000	0,8135458	1.552.119
GA	0,0467536	0,045042	1,04	0,3340	-0,0597548	0,1532619
Intercepto	0,1637278	0,077492	2,11	0,0720	-0,0195111	0,3469668
sigma_u	0,0889850				Teste de *Chow*	*F* = 12,03
sigma_e	0,0269594					*p* < 0,0001
Rho	0,9159285	(fração da variância devida a *u_i*)				

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

O Enfoque Operacional, nas empresas sem Governança Corporativa foi influenciado por quatro dos sete indicadores analisados: Retorno sobre o Patrimônio Líquido - ROE, Retorno sobre Ativo - ROA, Crescimento das Vendas - VND e Margem Líquida - ML Os três primeiros tem associação de movimento em sentido contrário, isso implica em incrementar o Relatório da Administração com informações de enfoque operacional sempre que estes indicadores forem menores e inibir comentários sobre este enfoque se ROE, ROA e VND forem maiores. Já a ML tem associação com movimento no mesmo sentido, assim gera incremento de informações na medida em que ela aumenta e vice-versa. Esse é o enfoque mais influenciado por indicadores, dando a entender que ele tende a ser muito enfatizado no RA, parte para justificar resultados insatisfatórios quanto à rentabilidade e às vendas e parte para enaltecer a lucratividade.

Tabela 38: Regressão em painel - Mercado (efeitos fixos)

r^2 *within* =	0,6315		
between =	0,0000	F(7,7) =	4,39
Overall =	0,0103	Prob, > F =	0,0349
		corr(u_i,Xb)=	-0,5907

(Erro padrão ajustado para 8 clusters na empresa)

Mercado	Coeficiente	Robusto Erro Padrão	t	P > | t |	Intervalo de confiança 95%	
ROE	0,1025122	0,056687	1,81	0,113	-0,0315307	0,2365550
ROA	0,8640230	0,405733	2,13	0,071	-0,0953836	1,8234300
LC	-0,0006666	0,007054	-0,09	0,927	-0,0173464	0,0160132
DIV	-0,2417787	0,077747	-3,11	0,017	-0,4256205	-0,0579369
VND	0,0251465	0,003414	7,36	0,000	0,0170726	0,0332203
ML	-0,6192131	0,251872	-2,46	0,044	-1,2147960	-0,0236299
GA	-0,0723402	0,049509	-1,46	0,187	-0,1894091	0,0447287
Intercepto	0,3124998	0,065765	4,75	0,002	0,1569905	0,4680090
sigma_u	0,0736097				Teste de *Chow*	F = 33,10
sigma_e	0,0175633					p < 0,0001
Rho	0,9461363	(fração da variância devida a *u_i*)				

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

Os indicadores de Endividamento - DIV, Crescimento das Vendas - VND e Margem Líquida - ML influenciam o enfoque Mercado das empresas sem Governança Corporativa. Quando DIV e ML são maiores, menos informações sobre mercado são divulgadas no Relatório Anual, porém se estes indicadores forem menores mais enfoque em mercado será apresentado no Relatório da Administração. Com relação a VND, o movimento é no mesmo sentido, ou seja, na medida em que este indicador aumenta, mais o mercado é enfatizado no relatório. Esse enfoque também é bastante influenciado e terá ênfase quando a empresa precisa justificar baixa lucratividade ou evidenciar o crescimento das vendas.

Tabela 39: Regressão em painel – Responsabilidade Social e Ambiental (efeitos fixos)

r^2 *within* =	0,5434		
between =	0,0323	F(7,7) =	13,69
Overall =	0,0247	Prob, > F =	0,0013
		corr(u_i,Xb)=	-0,6584

(Erro padrão ajustado para 8 clusters na empresa)

Responsabilidade Social e Ambiental	Coeficiente	Robusto Erro Padrão	t	P > | t |	Intervalo de confiança 95%	
ROE	0,0495165	0,043867	1,13	0,296	-0,0542120	0,1532450
ROA	0,3532869	0,172730	2,05	0,080	-0,0551547	0,7617284
LC	0,0266282	0,003307	8,05	0,000	0,0188093	0,0344470
DIV	0,1224885	0,030592	4,00	0,005	0,0501511	0,1948259
VND	0,0010747	0,002340	0,46	0,660	-0,0044591	0,0066084
ML	-0,268203	0,169282	-1,58	0,157	-0,6684912	0,1320852
GA	0,0500773	0,033330	1,50	0,177	-0,0287346	0,1288893

Intercepto	-0,031754	0,029804	-1,07	0,322	-0,1022290	0,0387199
sigma_u	0,0607687				Teste de *Chow*	F = 23,04
sigma_e	0,0164974					p < 0,0001
Rho	0,9313587	(fração da variância devida a *u_i*)				

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

A Responsabilidade Social e Ambiental - RSA em empresas sem Governança Corporativa é influenciado pelos indicadores Liquidez Corrente - LC e Endividamento – DIV em sentido positivo. Sempre que estes indicadores forem maiores, mais informações sobre RSA será divulgado no Relatório da Administração - RA e quando eles forem menores, menos importância ao enfoque RSA será encontrado no RA.

Tabela 40 : Regressão em painel – Governança Corporativa (efeitos aleatórios)

r^2 *within* =	0,0579		
between =	0,5515	Wald x^2 (6) =	104,17
Overall =	0,1479	Prob, > x^2=	0,000
		corr(u_i,Xb)=	0,000

(Erro padrão ajustado para 8 clusters na empresa)

Governança Corporativa	**Coeficiente**	**Robusto Erro Padrão**	**t**	**P > | t |**	**Intervalo de confiança 95%**	
ROE	0,0373432	0,098039	0,38	0,703	-0,1548102	0,2294966
ROA	1,0509350	0,422028	2,49	0,013	0,2237759	1,8780940
LC	-0,0232012	0,012810	-1,81	0,070	-0,0483081	0,0019057
DIV	-0,0231704	0,082889	-0,28	0,780	-0,1856296	0,1392888
VND	0,0030702	0,010618	0,29	0,772	-0,0177399	0,0238802
ML	-0,5381202	0,410433	-1,31	0,190	-1,3425550	0,2663143
GA	-0,1084044	0,107852	-1,01	0,315	-0,3197907	0,1029818
Intercepto	0,2324607	0,086176	2,70	0,007	0,0635592	0,4013622
sigma_u	0,0000000					
sigma_e	0,0711003					
Rho	0,0000000	(fração da variância devida a *u_i*)				

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

O enfoque em Governança Corporativa - GC nas empresas sem governança é influenciado apenas pelo Retorno sobre Ativo - ROA. Quanto melhor for esse índice, mais informações sobre GC haverá no Relatório da Administração e se este indicador for ruim, a empresa tende a enfatizar informações distintas de GC. Observa-se que nas empresas que não aderiram às melhores práticas de Governança Corporativa, a ênfase nesse assunto é apenas influenciada por um dos indicadores e ela só será intensificada se esse indicador for positivo, caso contrário, a empresa inibe comentário sobre esse enfoque.

Tabela 41: Regressão em painel - Tecnologia (efeitos fixos)

r^2 *within* =	0,4045		
between =	0,0267	F(7,7) =	23,06
Overall =	0,0409	Prob, > F =	0,0003
		corr(u_i,Xb)=	-0,1268

(Erro padrão ajustado para 8 clusters na empresa)

Tecnologia	Coeficiente	Robusto Erro Padrão	t	P > | t |	Intervalo de confiança 95%	
ROE	-0,038470	0,011874	-3,24	0,014	-0,0665481	-0,0103910
ROA	-0,367954	0,065414	-5,62	0,001	-0,5226332	-0,2132737
LC	0,004088	0,001426	2,87	0,024	0,0007157	0,0074602
DIV	0,000298	0,020794	0,01	0,989	-0,0488727	0,0494680
VND	-0,004640	0,001867	-2,49	0,042	-0,0090555	-0,0002250
ML	0,261245	0,035952	7,27	0,000	0,1762324	0,3462582
GA	0,067875	0,011146	6,09	0,000	0,0415191	0,0942306
Intercepto	-0,015533	0,009830	-1,58	0,158	-0,0387763	0,0077108
sigma_u	0,0271642				Teste de *Chow*	F = 14,70
sigma_e	0,0089088					p < 0,0001
Rho	0,9028866	(fração da variância devida a *u_i*)				

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

Nas empresas sem Governança Corporativa, o Enfoque Tecnologia é influenciado por seis dos sete indicadores analisados. Retorno sobre o Patrimônio Líquido - ROE, Retorno sobre o Ativo - ROA e Crescimento das Vendas - VND estão associados ao enfoque Tecnologia com movimento no sentido contrário, assim quando estes indicadores forem maiores, menos a empresa tende a enfatizar a tecnologia em seu Relatório Anual e vice-versa. Liquidez Corrente - LC, Margem Líquida - ML e Giro do Ativo - GA estão associados com movimento no mesmo sentido, portanto, na medida em que eles aumentarem, mais incremento sobre tecnologia haverá no Relatório da Administração. Observa-se que o enfoque Tecnologia nas empresas sem governança é o mais influenciado entre todos enfoques, considerando todos os grupos analisados.

Tabela 42: Regressão em painel – Fontes e Usos de Recursos (efeitos fixos)

r^2 *within* =	0,5166		
between =	0,1523	F (7,7) =	17,60
Overall =	0,0622	Prob, > F =	0,0006
		corr(u_i,Xb)=	-0,8147

(Erro padrão ajustado para 8 clusters na empresa)

Fontes e Usos de Recursos	Coeficiente	Robusto Erro Padrão	t	P > | t |	Intervalo de confiança 95%	
ROE	-0,2566320	0,103493	-2,48	0,042	-0,501353	-0,0119108
ROA	0,3760085	0,277200	1,36	0,217	-0,279464	1,0314810
LC	-0,0122074	0,010359	-1,18	0,277	-0,036702	0,0122869
DIV	0,1130789	0,062965	1,80	0,116	-0,035809	0,2619673

VND	0,0064866	0,008141	0,80	0,452	-0,012765	0,0257377
ML	0,3311594	0,206508	1,60	0,153	-0,157154	0,8194725
GA	-0,0868561	0,020853	-4,17	0,004	-0,136166	-0,0375466
Intercepto	0,1375136	0,046752	2,94	0,022	0,026963	0,2480641
sigma_u	0,0617106				Teste de *Chow*	$F = 7,36$
sigma_e	0,0253407					$p < 0,0004$
Rho	0,8557081	(fração da variância devida a *u_i*)				

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

O Enfoque em Fontes e Usos de Recursos está relacionado com o Retorno sobre o Patrimônio Líquido - ROE e Giro do Ativo - GA em empresas sem GC. Na medida em que estes indicadores forem menores, mais a empresa enfatizará as Fontes e Usos dos Recursos no relatório. Já quando estes indicadores forem maiores, outros enfoques tendem a ser enfatizados. Ou seja, as empresas tendem a utilizar esse enfoque para justificar problemas com a rentabilidade e com o giro dos ativos.

4.4.3.7 Empresas com Governança Corporativa

Tabela 43: Teste de *Hausman* para empresas com Governança Corporativa

Variável	**Teste de *Hausman***		**Estimador**
	x^2	***p-valor***	**H_0: Efeito Aleatório**
Operacional	0,34	0,2292	Efeito Aleatório
Fluxo de Caixa	1,87	0,9685	Efeito Aleatório
Resultado	6,40	0,4944	Efeito Aleatório
Faturamento	10,82	0,1469	Efeito Aleatório
Conjuntura Econômica	8,62	0,2808	Efeito Aleatório
Mercado	16,58	0,0203	Efeito Fixo
Resp. Social e Ambiental	15,29	0,0325	Efeito Fixo
Governança Corporativa	3,92	0,7885	Efeito Aleatório
Tecnologia	2,76	0,9062	Efeito Aleatório
Fontes e Usos de Recursos	26,29	0,0004	Efeito Fixo

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

No grupo de empresas com Governança Corporativa, os enfoques Operacional, Fluxo de Caixa, Responsabilidade Social e Ambiental, Governança Corporativa e Fontes e Usos de Recursos são influenciados pelos indicadores de desempenhos analisados.

Tabela 44: Regressão em painel - Operacional (efeitos aleatórios)

r^2 *within* =	0,3852		
between =	0,0185	Wald x^2 (7) =	35,15
Overall =	0,0047	Prob, > x^2=	0,000
		corr(u_i,Xb)=	0,000

(Erro padrão ajustado para 27 clusters na empresa)

Operacional		**Robusto**			**Intervalo de confiança**
	Coeficiente	**Erro Padrão**	**t**	**P > | t |**	**95%**

ROE	0,033970	0,023471	1,45	0,148	-0,012032	0,079973
ROA	-0,106345	0,077062	-1,38	0,168	-0,257384	0,044693
LC	-0,003134	0,005483	-0,57	0,568	-0,013881	0,007613
DIV	-0,017595	0,028725	-0,61	0,540	-0,073895	0,038706
VND	0,002371	0,003482	0,68	0,496	-0,004453	0,009195
ML	-0,051747	0,025390	-2,04	0,042	-0,101511	-0,001983
GA	0,036519	0,010490	3,48	0,000	0,015959	0,057079
Intercepto	0,124241	0,021663	5,74	0,000	0,081783	0,16670
sigma_u	0,030537					
sigma_e	0,031348					
Rho	0,486900	(fração da variância devida a *u_i*)				

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

O Enfoque Operacional em empresas com Governança Corporativa é influenciado pelos indicadores Margem Líquida - ML e Giro do Ativo - GA. A ML está associada ao enfoque Operacional com movimentação em sentido contrário, dessa forma, na medida em que este indicador aumenta, diminui a intensidade de informações operacionais no Relatório da Administração - RA, já se o indicador diminui mais se fala do enfoque Operacional no RA. O GA tem associação de movimento no mesmo sentido, assim quando este indicador aumenta, aumenta também o enfoque em informações operacionais. Nesse enfoque percebe-se uma semelhança com as empresas sem GC, pois elas também indicaram que o enfoque operacional recebe influência de quatro indicadores. Nesse sentido, especificamente sobre o enfoque operacional não é possível detectar diferença entre os grupos.

Tabela 45: Regressão em painel – Fluxo de Caixa (efeitos aleatórios)

r^2 *within* =	0,0205		
between =	0,1605	Wald x^2 (7) =	26,04
Overall =	0,0959	Prob, > x^2=	0,0005
		corr(u_i,Xb)=	0,000

(Erro padrão ajustado para 27 clusters na empresa)

Fluxo de Caixa	Coeficiente	Robusto Erro Padrão	t	P > | t |	Intervalo de confiança 95%	
ROE	-0,023279	0,014631	-1,59	0,112	-0,051955	0,005397
ROA	0,064199	0,042343	1,52	0,129	-0,018792	0,147190
LC	0,003905	0,001741	2,24	0,025	0,000494	0,007317
DIV	-0,017242	0,019311	-0,89	0,372	-0,055090	0,020607
VND	-0,000198	0,002248	-0,09	0,930	-0,004603	0,004207
ML	0,004686	0,011968	0,39	0,695	-0,018771	0,028143
GA	0,005348	0,007550	0,71	0,479	-0,009450	0,020145
Intercepto	0,024742	0,014275	1,73	0,083	-0,003236	0,052720
sigma_u	0,015525					
sigma_e	0,022047					
Rho	0,331506	(fração da variância devida a *u_i*)				

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

O indicador de Liquidez Corrente está associado com o enfoque em Fluxo de Caixa de forma positiva, assim, quando este indicador aumenta, há incremento de informações sobre Fluxo de Caixa no Relatório de Administração das empresas com Governança Corporativa. Observa-se lógica nessa relação, pois a geração de caixa impacta diretamente no indicador da capacidade de pagamento, sendo, portanto, coerente a associação entre o indicador e o enfoque.

Tabela 46: Regressão em painel – Responsabilidade Social e Ambiental (efeitos fixos)

r^2 *within* =	0,1094		
between =	0,1262	F(7,26) =	5
Overall =	0,0755	Prob, > F =	0,0011
		corr(u_i,Xb)=	-0,7176

(Erro padrão ajustado para 27 clusters na empresa)

Responsabilidade Social e Ambiental	Coeficiente	Robusto Erro Padrão	t	P > | t |	Intervalo de confiança 95%	
ROE	-0,061706	0,037455	-1,65	0,112	-0,138696	0,015285
ROA	0,336063	0,135502	2,48	0,020	0,057534	0,614591
LC	0,002630	0,006593	0,40	0,693	-0,010921	0,016181
DIV	-0,059177	0,046199	-1,28	0,212	-0,154140	0,035787
VND	-0,000436	0,006513	-0,07	0,947	-0,013824	0,012952
ML	-0,018425	0,026588	-0,69	0,494	-0,073078	0,036228
GA	0,050098	0,019598	2,56	0,017	0,009814	0,090383
Intercepto	0,094221	0,024128	3,91	0,001	0,044625	0,143817
sigma_u	0,071198				Teste de *Chow*	F = 7,93
sigma_e	0,031780					p < 0,0001
Rho	0,833867	(fração da variância devida a *u_i*)				

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

Em empresas com Governança Corporativa, o enfoque em Responsabilidade Social e Ambiental - RSA recebe influência dos indicadores de desempenho Retorno sobre o Ativo - ROA e Giro do Ativo - GA. Ambos tem relação com movimento no mesmo sentido, assim quanto maiores forem estes indicadores, mais enfoque em RSA a empresa fará no Relatório da Administração e na medida em que estes indicadores diminuem, outros enfoques tendem a ser enfatizados. Entende-se uma tentativa de mostrar ao usuário que a empresa tenta devolver a sociedade, em forma de ações sócio ambientais, todo beneficio que recebe dela.

Tabela 47: Regressão em painel – Governança Corporativa (efeitos aleatórios)

r^2 *within* =	0,0328		
between =	0,0263	Wald x^2 (7) =	19,12
Overall =	0,0092	Prob, > x^2=	0,0078
		corr(u_i,Xb)=	0,000

(Erro padrão ajustado para 27 clusters na empresa)

Governança Corporativa	Coeficiente	Robusto Erro Padrão	t	P > | t |	Intervalo de confiança 95%	
ROE	0,0712714	0,034590	2,06	0,039	0,00348	0,139066
ROA	-0,1746205	0,124148	-1,41	0,160	-0,41795	0,068705
LC	0,0025851	0,010003	0,26	0,796	-0,01702	0,022191
DIV	0,0218393	0,056225	0,39	0,698	-0,08836	0,132037
VND	0,0036270	0,012444	0,29	0,771	-0,02076	0,028016
ML	0,0081452	0,023770	0,34	0,732	-0,03844	0,054734
GA	0,0117150	0,020536	0,57	0,568	-0,02853	0,051964
Intercepto	0,1423317	0,042544	3,35	0,001	0,05895	0,225716
sigma_u	0,06963166					
sigma_e	0,05236426					
Rho	0,63876082	(fração da variância devida a *u_i*)				

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

Para as empresas com Governança Corporativa, o indicador de Retorno sobre o Patrimônio Líquido - ROE influencia o enfoque GC, intensificando esse enfoque na medida em que o ROE aumenta e vice-versa. Nesse enfoque também percebe-se uma semelhança com o grupo de empresas sem GC, pois elas também tem esse enfoque influenciado pelo indicador de rentabilidade. A diferença é que os segundo grupo enfatiza a Governança Corporativa quanto o indicador de rentabilidade do investimento dos sócios é positiva, já no primeiro grupo a ênfase acontece quanto a rentabilidade de todos os investimentos é positiva. Observa-se que as empresas com GC tem maior preocupação com o investimento do sócio que com o investimento global.

Tabela 48: Regressão em painel – Fontes e Usos de Recursos (efeitos fixos)

r^2 *within* =	0,1025		
between =	0,3838	F(7,26) =	6,44
Overall =	0,1449	Prob, > F =	0,0002
		corr(u_i,Xb)=	-0,7511

(Erro padrão ajustado para 27 clusters na empresa)

Fontes e Usos de Recursos	Coeficiente	Robusto Erro Padrão	t	P > | t |	Intervalo de confiança 95%	
ROE	0,0487926	0,036403	1,34	0,192	-0,02603	0,123620
ROA	-0,2133096	0,145188	-1,47	0,154	-0,51175	0,085128
LC	-0,0008933	0,007133	-0,13	0,901	-0,01556	0,013768
DIV	0,0274676	0,037658	0,73	0,472	-0,04994	0,104875
VND	-0,0010799	0,006045	-0,18	0,860	-0,01351	0,011346
ML	-0,0135660	0,030479	-0,45	0,660	-0,07622	0,049084
GA	0,0582135	0,018171	3,20	0,004	0,02086	0,095565
Intercepto	0,1071022	0,020516	5,22	0,000	0,06493	0,149274
sigma_u	0,05581486				Teste de *Chow*	$F = 4,42$
sigma_e	0,03126960					$p < 0,0001$
Rho	0,76111231	(fração da variância devida a *u_i*)				

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

O enfoque Fontes e Usos de Recursos é influenciado apenas pelo indicador Giro do Ativo em empresas com Governança Corporativa. Na medida em que esse indicador é maior, mais informações sobre Fontes e Usos de Recursos são divulgadas pelo Relatório da Administração.

Sem Governança								Com Governança							
	ROE	ROA	LC	DIV	VND	ML	GA		ROE	ROA	LC	DIV	VND	ML	GA
OPER	■	■			■	■		OPER						■	■
FC								FC			■				
RES								RES							
FAT								FAT							
CE								CE							
MERC	■				■	■		MERC							
RSA			■	■				RSA		■					■
GC		■						GC	■						
TEC	■	■	■		■	■	■	TEC							
FUR	■						■	FUR							■

Quadro 15: Resumo comparativo empresa Sem Governança e Com Governança
Fonte: Elaborado pela autora

Ao analisar o resultado encontrado em empresas Sem e Com Governança Corporativa, observa-se que ambos os grupos tem seus enfoques influenciados pelos indicadores de desempenho. Percebe-se que no primeiro grupo a intensidade de influência dos indicadores sobre os enfoques é maior que no segundo grupo, uma vez que todos indicadores das empresas Sem Governança estão associados, na maioria deles com até três enfoques informacionais, enquanto que no grupo das empresas Com Governança existem indicadores que não apresentaram correlação com nenhum dos enfoques informacionais e aqueles que apresentaram, na maioria, foram com apenas um dos enfoques. Nesse sentido, não é possível aceitar a hipótese nula de que não existe variação nos enfoques informacionais de empresas Sem e Com Governança Corporativa.

Esse resultado corrobora com os pilares que sustentam a teoria de Governança Corporativa, que são: equidade (*fairness*), transparência (*Disclosure*), prestação de contas (*accountability*) e obediência e cumprimento das leis (*compliance*) (IBGC, 2009). Quanto menos influencia os indicadores tiverem sobre os enfoques, mais estes pilares estão sendo respeitados no RA.

4.4.3.8 Empresas com Nível 1 de Governança Corporativa

Tabela 49: Teste de *Hausman* para empresas com Nível 1 de Governança Corporativa

Variável	Teste de *Hausman* x^2	*p-valor*	Estimador H_0: Efeito Aleatório
Operacional	3,07	08780	Efeito Aleatório
Fluxo de Caixa	5,88	0,5540	Efeito Aleatório
Resultado	2,69	0,9123	Efeito Aleatório
Faturamento	9,95	0,1915	Efeito Aleatório
Conjuntura Econômica	2,72	0,9100	Efeito Aleatório
Mercado	5,53	0,5859	Efeito Aleatório
Resp. Social e Ambiental	3,79	0,8039	Efeito Aleatório
Governança Corporativa	2,98	0,8872	Efeito Aleatório
Tecnologia	1,69	0,9751	Efeito Aleatório
Fontes e Usos de Recursos	7,62	0,3678	Efeito Aleatório

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

Para as empresas com Nível 1 de Governança Corporativa, apenas o Enfoque em Mercado não apresentou nenhum indicador de desempenho com influência significativa. Observa-se que no grupo de empresas optantes por boas práticas de Governança Corporativa e inscritas no Nível 1, os enfoques informacionais são altamente influenciáveis pelos indicadores de desempenho, representando o grupo com mais influência, dentre todos os analisados neste estudo.

Tabela 50: Regressão em painel - Operacional (efeitos aleatórios)

r^2 *within* =	0,3852		
between =	0,0185	Wald x^2 (7) =	55,82
Overall =	0,0047	Prob, > x^2=	0,000
		corr(u_i,Xb)=	0,000

(Erro padrão ajustado para 10 clusters na empresa)

Operacional	Coeficiente	Robusto Erro Padrão	t	P > | t |	Intervalo de confiança 95%	
ROE	0,017708	0,033736	0,52	0,600	-0,0484124	0,083829
ROA	0,211585	0,093701	2,26	0,024	0,0279354	0,395235
LC	-0,011329	0,004010	-2,83	0,005	-0,0191888	-0,003469
DIV	0,052399	0,024915	2,10	0,035	0,0035661	0,101232
VND	0,004713	0,004785	0,98	0,325	-0,0046660	0,014093
ML	-0,039828	0,007538	-5,28	0,000	-0,0546013	-0,025055
GA	-0,015332	0,031397	-0,49	0,625	-0,0768683	0,046204
Intercepto	0,104695	0,016540	6,33	0,000	0,0722774	0,137112
sigma_u	0,056077					
sigma_e	0,014100					
Rho	0,940535	(fração da variância devida a *u_i*)				

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

Nas empresas com Nível 1 de Governança Corporativa o enfoque Operacional esta relacionado com quatro dos sete indicadores de desempenho: Retorno sobre o Ativo - ROA,

Liquidez Corrente - LC, Endividamento - DIV e Margem Líquida - ML. Os indicadores ROA e DIV estão associados com o enfoque Operacional no mesmo sentido de movimentação, assim, na medida em que estes indicadores aumentam, mais se fala sobre informações de caráter operacional no Relatório da Administração - RA. Já os indicadores LC e ML tem associação de movimentação em sentido contrário, isto posto, quando estes indicadores aumentam, diminui o enfoque operacional no RA da empresa e vice-versa. Percebe-se, nesse comportamento, que quando o Endividamento é alto, busca-se tratar de informações operacionais com mais intensidade, fazendo com que o usuário dê menos importância às questões relacionadas com as dívidas da empresa. O mesmo acontece quando a liquidez e a lucratividade demonstram resultado abaixo do esperado e mais um enfoque operacional é evidenciado para desviar a atenção do investidor para aqueles números, ou ainda, o operacional pode ser usado para justificar todos esses indicadores.

Tabela 51: Regressão em painel – Fluxo de Caixa (efeitos aleatórios)

r^2 *within* =	0,0753		
between =	0,4850	Wald x^2 (7) =	108,33
Overall =	0,2989	Prob, > x^2=	0,000
		corr(u_i,Xb)=	0,000

(Erro padrão ajustado para 10 clusters na empresa)

Fluxo de Caixa	Coeficiente	Robusto Erro Padrão	t	P > | t |	Intervalo de confiança 95%	
ROE	-0,027504	0,053877	-0,51	0,610	-0,133100	0,078092
ROA	0,107702	0,093961	1,15	0,252	-0,076458	0,291861
LC	0,007797	0,003140	2,48	0,013	0,001643	0,013952
DIV	-0,026039	0,024048	-1,08	0,279	-0,073171	0,021094
VND	-0,001485	0,006179	-0,24	0,810	-0,013595	0,010626
ML	0,013795	0,016784	0,82	0,411	-0,019101	0,046692
GA	0,002648	0,017755	0,15	0,881	-0,032151	0,037447
Intercepto	0,015702	0,011106	1,41	0,157	-0,006065	0,037469
sigma_u	0,012955					
sigma_e	0,017318					
Rho	0,358804	(fração da variância devida a *u_i*)				

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

O enfoque em Fluxo de Caixa é influenciado apenas pelo indicador de Liquidez Corrente - LC. A associação é no mesmo sentido de movimentação, assim na medida em que o LC aumenta, mais a empresa enfoca o Fluxo de Caixa no Relatório da Administração. Esse comportamento indica que quando a liquidez da empresa não é satisfatória, a empresa tende a inibir informações sobre Fluxo de Caixa, visto que se a empresa passa por dificuldade de

geração de caixa, isso pode afetar sua capacidade de pagamento e consequentemente o indicador de Liquidez Corrente.

Tabela 52: Regressão em painel - Resultado (efeitos aleatórios)

r^2 *within* =	0,1447		
between =	0,4077	Wald x^2 (7) =	932,48
Overall =	0,3300	Prob, > x^2=	0,000
		corr(u_i,Xb)=	0,000

(Erro padrão ajustado para 10 clusters na empresa)

Resultado	Coeficiente	Robusto Erro Padrão	t	P > | t |	Intervalo de confiança 95%	
ROE	-0,020735	0,054647	-0,38	0,704	-0,1278415	0,086371
ROA	0,110460	0,194643	0,57	0,570	-0,2710333	0,491953
LC	-0,016278	0,013080	-1,24	0,213	-0,0419138	0,009359
DIV	-0,137434	0,042205	-3,26	0,001	-0,2201530	-0,054714
VND	-0,022570	0,033003	-0,68	0,494	-0,0872546	0,042116
ML	0,060225	0,011173	5,39	0,000	0,0383264	0,082124
GA	0,043090	0,019083	2,26	0,024	0,0056875	0,080492
Intercepto	0,192513	0,022907	8,40	0,000	0,1476153	0,237410
sigma_u	0,047898					
sigma_e	0,034550					
Rho	0,657767	(fração da variância devida a *u_i*)				

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

O enfoque em Resultado está relacionado com os indicadores de Endividamento - DIV, Margem Líquida - ML e Giro do Ativo - GA. Na medida em que o Endividamento aumenta, menos enfoque em resultado é dado no Relatório Anual. Enquanto que quanto maiores forem os indicadores ML e GA, mais informações sobre resultado é apresentada no Relatório da Administração. Nesse sentido, entende-se que quando a empresa está com alto índice de endividamento baixa lucratividade e giro do ativo insatisfatório, a empresa tende a falar menos do resultado do período, dando ênfase a outros enfoques operacionais, de forma com que o usuário seja envolvido com outros assuntos e dê menos importância ao resultado.

Tabela 53: Regressão em painel – Faturamento (efeitos aleatórios)

r^2 *within* =	0,1052		
between =	0,4557	Wald x^2 (7) =	13,95
Overall =	0,2872	Prob, > x^2=	0,0521
		corr(u_i,Xb)=	0,000

(Erro padrão ajustado para10 clusters na empresa)

Faturamento	Coeficiente	Robusto Erro Padrão	t	P > | t |	Intervalo de confiança 95%	
ROE	-0,182943	0,071197	-2,57	0,010	-0,322486	-0,043401
ROA	0,172981	0,174595	0,99	0,322	-0,169219	0,515182
LC	-0,000689	0,008057	-0,09	0,932	-0,016481	0,015104

DIV	0,008442	0,039413	0,21	0,830	-0,068807	0,085690
VND	0,003355	0,013475	0,25	0,803	-0,023055	0,029765
ML	0,060890	0,024172	2,52	0,012	0,013514	0,108266
GA	0,042008	0,035565	1,18	0,238	-0,027698	0,111713
Intercepto	0,046092	0,022142	2,08	0,037	0,002695	0,089488
sigma_u	0,014449					
sigma_e	0,022750					
Rho	0,287430	(fração da variância devida a *u_i*)				

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

O enfoque Faturamento é influenciado pelos indicadores Retorno sobre o Patrimônio Líquido - ROE e Margem Líquida - ML. O primeiro tem associação com movimento em sentido contrário, isso significa que quanto maior for o ROE, menos ênfase em faturamento haverá no Relatório da Administração – RA, enquanto que se este indicador diminuir, mais informações sobre faturamento será divulgada no RA. Já quando o indicador ML aumenta, aumenta também informações do enfoque Faturamento no Relatório da Administração das empresas com Nível 1 de Governança Corporativa. Percebe-se que se a rentabilidade estiver com indicador pouco atrativo a entidade tende a dar mais importância ao faturamento que ao resultado propriamente dito.

Tabela 54: Regressão em painel – Conjuntura Econômica (efeitos aleatórios)

r^2 *within* =	0,1585		
between =	0,3428	Wald x^2 (7) =	224,27
Overall =	0,2310	Prob, > x^2=	0,000
		corr(u_i,Xb)=	0,000

(Erro padrão ajustado para 10 clusters na empresa)

Conjuntura Econômica	Coeficiente	Robusto Erro Padrão	t	P > | t |	Intervalo de confiança 95%	
ROE	-0,015275	0,063305	-0,24	0,809	-0,139351	0,108801
ROA	0,085999	0,177637	0,48	0,628	-0,262162	0,434160
LC	-0,003082	0,005284	-0,58	0,560	-0,013439	0,007275
DIV	0,020628	0,050540	0,41	0,683	-0,078429	0,119685
VND	0,021264	0,013758	1,55	0,122	-0,005701	0,048229
ML	-0,031990	0,006825	-4,69	0,000	-0,045367	-0,01861
GA	-0,017035	0,024805	-0,69	0,492	-0,065651	0,031582
Intercepto	0,067343	0,028434	2,37	0,018	0,011614	0,123072
sigma_u	0,041513					
sigma_e	0,019142					
Rho	0,824662	(fração da variância devida a *u_i*)				

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

Somente a Margem Líquida - ML influencia o enfoque de Conjuntura Econômica - CE com movimento em sentido contrário, dessa forma, quando a ML é baixa o enfoque em CE é enfatizado, já quando a ML é alta a CE não recebe destaque nos Relatórios da

Administração das empresas Nível 1 de Governança Corporativa. Dessa forma, usa-se a economia como foram de desviar a atenção do usuário quando a lucratividade é insatisfatória, ou ainda, as questões econômicas podem ser utilizadas para justificar a baixa no indicador de ML. Já quando a ML é atrativa, a empresa tende a intensificar outras informações no RA, como o resultado, por exemplo.

Tabela 55- Regressão em painel – Responsabilidade Social e Ambiental (efeitos aleatórios)

r^2 *within* =	0,0732		
between =	0,4519	Wald x^2 (7) =	110,03
Overall =	0,3727	Prob, > x^2=	0,000
		corr(u_i,Xb)=	0,000

(Erro padrão ajustado para 10 clusters na empresa)

Responsabilidade Social e Ambiental	Coeficiente	Robusto Erro Padrão	t	P > | t |	Intervalo de confiança 95%	
ROE	0,032505	0,068777	0,47	0,636	-0,102295	0,167305
ROA	0,025523	0,169237	0,15	0,880	-0,306176	0,357221
LC	0,003200	0,009266	0,35	0,730	-0,014960	0,021360
DIV	0,141999	0,082006	1,73	0,083	-0,018729	0,302727
VND	0,014650	0,021898	0,67	0,503	-0,028268	0,057569
ML	-0,042120	0,011345	-3,71	0,000	-0,064356	-0,019884
GA	-0,029006	0,027479	-1,06	0,291	-0,082864	0,024852
Intercepto	0,065091	0,037851	1,72	0,085	-0,009096	0,139277
sigma_u	0,061700					
sigma_e	0,031325					
Rho	0,795064	(fração da variância devida a *u_i*)				

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

No enfoque Responsabilidade Social e Ambiental - RSA apenas o indicador Margem Líquida - ML influencia as informações do Relatório Anual. Nas empresas com Nível 1 de GC, quando maior for a ML menos ênfase em RSA haverá no Relatório da Administração, pois o sentido do movimento da associação dessas duas variáveis é contrário.

Tabela 56: Regressão em painel – Governança Corporativa (efeitos aleatórios)

r^2 *within* =	0,1313		
between =	0,0005	Wald x^2 (7) =	37,34
Overall =	0,0252	Prob, > x^2=	0,000
		corr(u_i,Xb)=	0,000

(Erro padrão ajustado para 10 clusters na empresa)

Governança Corporativa	Coeficiente	Robusto Erro Padrão	t	P > | t |	Intervalo de confiança 95%	
ROE	0,133448	0,084488	1,58	0,114	-0,032145	0,299042
ROA	-0,549744	0,237059	-2,32	0,020	-1.014.371	-0,085117
LC	0,030589	0,037546	0,81	0,415	-0,042999	0,104176
DIV	-0,033951	0,141350	-0,24	0,810	-0,310992	0,243090
VND	-0,004312	0,043346	-0,10	0,921	-0,089268	0,080645

ML	0,000599	0,027272	0,02	0,982	-0,052852	0,054051
GA	-0,051116	0,056030	-0,91	0,362	-0,160932	0,058701
Intercepto	0,169141	0,104098	1,62	0,104	-0,034887	0,373169
sigma_u	0,118670					
sigma_e	0,055645					
Rho	0,819757	(fração da variância devida a *u_i*)				

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

Quanto ao enfoque de Governança Corporativa, nas empresas cadastradas como Nível 1, apenas o indicador Retorno sobre o Ativo - ROA apresentou-se significativo, evidenciando que quando menor for, mais informações sobre GC haverá no Relatório da Administração, uma vez que o sentido de movimento dessas variáveis é inverso, assim na medida em que um aumento o outro diminui e vice-versa. Percebe-se com esses números que as empresas do Nível 1 comentam com mais intensidade sobre as boas práticas de GC quando a rentabilidade dos ativos como um todo não estão satisfatórios, dessa forma o usuário fica mais envolvido com a conduta dos gestores que com a rentabilidade que essa conduta está proporcionando para a entidade.

Tabela 57: Regressão em painel - Tecnologia (efeitos aleatórios)

r^2 *within* =	0,0614		
between =	0,3555	Wald x^2 (7) =	76,93
Overall =	0,2118	Prob, > x^2=	0,000
		corr(u_i,Xb)=	0,000

(Erro padrão ajustado para 10 clusters na empresa)

Tecnologia	Coeficiente	Robusto Erro Padrão	t	P > | t |	Intervalo de confiança 95%	
ROE	0,022556	0,064465	0,35	0,726	-0,103794	0,148905
ROA	-0,043839	0,093554	-0,47	0,639	-0,227202	0,139524
LC	0,004661	0,006016	0,77	0,438	-0,007130	0,016451
DIV	0,045755	0,040741	1,12	0,261	-0,034096	0,125606
VND	-0,010010	0,008504	-1,18	0,239	-0,026677	0,006657
ML	-0,003180	0,006984	-0,46	0,649	-0,016868	0,010507
GA	-0,043119	0,019896	-2,17	0,030	-0,082114	-0,004123
Intercepto	0,010598	0,017968	0,59	0,555	-0,024619	0,045815
sigma_u	0,118670					
sigma_e	0,055645					
Rho	0,819757	(fração da variância devida a *u_i*)				

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

Quanto ao enfoque em Tecnologia, apenas o indicador Giro do Ativo - GA mostrou-se significativo. O mesmo está associado com movimento em sentido inverso, uma vez que está acompanhado de sinal negativo. Isso demonstra que quanto menor o GA, mais informações sobre tecnologia o Relatório da Administração evidenciará.

Tabela 58: Regressão em painel – Fontes e Usos de Recursos (efeitos aleatórios)

r^2 *within* =	0,0616		
between =	0,5282	Wald x^2 (7) =	80,25
Overall =	0,3677	Prob, > x^2=	0,000
		corr(u_i,Xb)=	0,000

(Erro padrão ajustado para 10 clusters na empresa)

Fontes e Usos e Recursos	Coeficiente	Robusto Erro Padrão	t	P > | t |	Intervalo de confiança 95%	
ROE	-0,001358	0,115130	-0,01	0,991	-0,227008	0,224292
ROA	0,005123	0,233817	0,02	0,983	-0,453151	0,463397
LC	-0,014576	0,005983	-2,44	0,015	-0,026303	-0,002849
DIV	-0,101965	0,086846	-1,17	0,240	-0,272180	0,068249
VND	-0,006988	0,020031	-0,35	0,727	-0,046247	0,032272
ML	-0,002330	0,023611	-0,10	0,921	-0,048607	0,043948
GA	0,066816	0,048597	1,37	0,169	-0,028433	0,162065
Intercepto	0,206654	0,042852	4,82	0,000	0,122665	0,290642
sigma_u	0,025182					
sigma_e	0,028444					
Rho	0,439400	(fração da variância devida a *u_i*)				

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

O indicador de Liquidez Corrente - LC foi o único que apresentou associação significativa com o enfoque em Fontes e Usos de Recursos - FUR. Como o sinal é negativo entende-se que quanto menor for a LC mais ênfase em FUR haverá no Relatório da Administração. Isto posto, vê-se que quando a capacidade de pagamento está comprometida ou abaixo do esperado, a empresa enfoca de onde a origem e a aplicação do recurso, como forma de justificar esse indicador.

4.4.3.9 Empresas Inscritas no Novo Mercado de Governança Corporativa

Tabela 59: Teste de *Hausman* para empresas do Novo Mercado de Governança Corporativa

Variável	Teste de *Hausman* x^2	*p-valor*	Estimador H_0: Efeito Aleatório
Operacional	4,90	0,6727	Efeito Aleatório
Fluxo de Caixa	2,13	0,9521	Efeito Aleatório
Resultado	4,03	0,7763	Efeito Aleatório
Faturamento	1,93	0,0638	Efeito Aleatório
Conjuntura Econômica	19,56	0,0066	Efeito Fixo
Mercado	10,42	0,1659	Efeito Aleatório
Resp. Social e Ambiental	6,21	0,5950	Efeito Aleatório
Governança Corporativa	10,03	0,1868	Efeito Aleatório
Tecnologia	2,00	0,9680	Efeito Aleatório
Fontes e Usos de Recursos	15,57	0,0294	Efeito Fixo

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

As empresas participantes do Novo Mercado de Governança Corporativa apresentam relação entre enfoque e indicadores de desempenho em Operacional, Resultado, Conjuntura Econômica, Mercado, Responsabilidade Social e Ambiental e Fontes e Usos de Recursos. Enquanto que o grupo de empresas inscritos no Nível 1 tem 90% dos enfoques influenciados pelos indicadores de desempenho, o Novo Mercado tem somente 60% dos enfoques informacionais do Relatório da Administração com relação significativa de influência, indicando que o RA desse grupo divulga as informações com menos associação com o desempenho econômico-financeiro.

Tabela 60: Regressão em painel -Operacional (efeitos aleatórios)

r^2 *within* =	0,0144		
between =	0,7463	Wald x^2 (7) =	78,63
Overall =	0,4462	Prob, > x^2=	0,000
		corr(u_i,Xb)=	0,000

(Erro padrão ajustado para 15 clusters na empresa)

Operacional	Coeficiente	Robusto Erro Padrão	t	P > | t |	Intervalo de confiança 95%	
ROE	0,087827	0,033805	2,60	0,009	0,021571	0,154083
ROA	-0,275383	0,063681	-4,32	0,000	-0,400196	-0,150570
LC	0,004139	0,008557	0,48	0,629	-0,012633	0,020911
DIV	-0,030878	0,030813	-1,00	0,316	-0,091271	0,029515
VND	-0,009901	0,005444	-1,82	0,069	-0,020570	0,000769
ML	-0,123989	0,047210	-2,63	0,009	-0,216520	-0,031459
GA	0,063863	0,011969	5,34	0,000	0,040404	0,087321
Intercepto	0,115478	0,022923	5,04	0,000	0,070550	0,160406
sigma_u	0,000000					
sigma_e	0,046581					
Rho	0,000000	(fração da variância devida a *u_i*)				

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

Nas empresas do Novo Mercado, quatro indicadores influenciam o enfoque Operacional: Retorno sobre o Patrimônio Líquido - ROE, Retorno sobre o Ativo - ROA, Margem Líquida - ML e Giro do Ativo - GA. Os indicadores ROE e GA apresentam sinal positivo, isso significa que a relação acontece sempre no mesmo sentido, quando aumenta o índice, aumenta também o enfoque de informações operacionais no Relatório da Administração - RA. No entanto com ROA e ML o sentido é contrário. Na medida em que estes indicadores aumentam, menos ênfase operacional é encontrada no RA. Nesse enfoque percebe-se uma coincidência com a postura das empresas inscritas no Nível 1, pois naquelas o enfoque operacional também é influenciado por quatro indicadores. Porém os indicadores e o sentido do movimento não coincidem. Quando a rentabilidade do Ativo e a lucratividade são

ruins, percebe-se que a empresa tende a enfatizar informações operacionais tendo justificar esse resultado, ou ainda, desviar a atenção do usuário para outras informações, distintas do Resultado.

Tabela 61: Regressão em painel -Resultado (efeitos aleatórios)

r^2 *within* =	0,0685		
between =	0,1720	Wald x^2 (7) =	16,82
Overall =	0,0902	Prob, > x^2=	0,0186
		corr(u_i,Xb)=	0,000

(Erro padrão ajustado para 15 clusters na empresa)

Resultado	Coeficiente	Robusto Erro Padrão	t	P > | t |	Intervalo de confiança 95%	
ROE	0,005301	0,048360	0,11	0,913	-0,089482	0,100084
ROA	0,188996	0,121989	1,55	0,121	-0,050099	0,428090
LC	0,004937	0,010793	0,46	0,647	-0,016216	0,026091
DIV	-0,054503	0,049950	-1,09	0,275	-0,152403	0,043397
VND	0,007776	0,008216	0,95	0,344	-0,008327	0,023879
ML	-0,065636	0,064187	-1,02	0,307	-0,191440	0,060168
GA	-0,033957	0,014375	-2,36	0,018	-0,062132	-0,005782
Intercepto	0,176780	0,037270	4,74	0,000	0,103733	0,249828
sigma_u	0,000000					
sigma_e	0,046581					
Rho	0,000000	(fração da variância devida a *u_i*)				

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

No enfoque Resultado apenas foi constatada relação significativa com o indicador GA. Segundo a tabela, na medida em que o Giro do Ativo aumenta menos ênfase sobre resultado é encontrada no Relatório da Administração das empresas no Novo Mercado. Observa-se, portanto, que nenhum indicador influencia informações sobre resultado nesse grupo, indicando que o desempenho não é tão influente nesse enfoque.

Tabela 62: Regressão em painel – Conjuntura Econômica (efeitos fixos)

r^2 *within* =	0,5116		
between =	0,0873	F(7,14) =	11,28
Overall =	0,0003	Prob, > F =	0,0001
		corr(u_i,Xb)=	-0,9463

(Erro padrão ajustado para 15 clusters na empresa)

Conjuntura Econômica	Coeficiente	Robusto Erro Padrão	t	P > | t |	Intervalo de confiança 95%	
ROE	0,512098	0,118019	4,34	0,001	0,258971	0,765224
ROA	-0,871320	0,208832	-4,17	0,001	-131.922	-0,423420
LC	-0,006517	0,004506	-1,45	0,170	-0,016181	0,003148
DIV	0,049108	0,021555	2,28	0,039	0,002877	0,095339
VND	-0,005693	0,006782	-0,84	0,415	-0,020238	0,008852
ML	-0,410953	0,098601	-4,17	0,001	-0,622432	-0,199475
GA	-0,039455	0,012455	-3,17	0,007	-0,066168	-0,012742

Intercepto	0,076429	0,013639	5,60	0,000	0,047176	0,105682
sigma_u	0,129532				Teste de *Chow*	F = 4,16
sigma_e	0,022281					p < 0,0008
Rho	0,971262	(fração da variância devida a *u_i*)				

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

O enfoque Conjuntura Econômica - CE é influenciado por cinco indicadores de desempenho, Retorno sobre o Patrimônio Líquido - ROE, Retorno sobre o Ativo - ROA, Endividamento - DIV, Margem Líquida - ML e Giro do Ativo - GA. Os indicadores ROE e DIV estão associadas ao enfoque CE com movimento no mesmo sentido, por isso há incremento no RA sobre CE na medida em que estes indicadores são maiores. Já ROA, ML e GA estão associadas ao enfoque CE como movimento em sentido contrario, assim, quanto maiores forem estes indicadores menos ênfase em Conjuntura Econômica haverá no Relatório da Administração. Esse enfoque é o mais influenciado por indicadores de desempenho dentro do grupo Novo Mercado. Se o Endividamento é alto, a empresa tende a mencionar questões econômicas para explicar esse número e se o ROE é alto, percebe-se que a economia foi fator que contribuiu positivamente para isso. Já se ROA, ML e GA são altos, a empresa não dá a mesma importância à questões econômicas.

Tabela 63: Regressão em painel - Mercado (efeitos aleatórios)

r^2 *within* =	0,1022		
between =	0,3684	Wald x^2 (7) =	472,63
Overall =	0,1738	Prob, > x^2=	0,000
		corr(u_i,Xb)=	0,000

(Erro padrão ajustado para 15 clusters na empresa)

Mercado	Coeficiente	Robusto Erro Padrão	t	P > | t |	Intervalo de confiança 95%	
ROE	-0,103106	0,048146	-2,14	0,032	-0,197471	-0,008741
ROA	0,035226	0,162552	0,22	0,828	-0,283370	0,353823
LC	-0,009645	0,017914	-0,54	0,590	-0,044755	0,025466
DIV	0,050814	0,057596	0,88	0,378	-0,062071	0,163700
VND	-0,009198	0,008699	-1,06	0,290	-0,026248	0,007853
ML	0,091051	0,043700	2,08	0,037	0,005401	0,176700
GA	-0,015058	0,022516	-0,67	0,504	-0,059189	0,029074
Intercepto	0,191307	0,059778	3,20	0,001	0,074145	0,308469
sigma_u	0,000000					
sigma_e	0,046581					
Rho	0,000000	(fração da variância devida a *u_i*)				

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

Com relação ao enfoque Mercado, há relação com o Retorno sobre o Patrimônio Líquido - ROE e Margem Líquida - ML. Quanto menor for o ROE, mais informações sobre

mercado será divulgada no Relatório da Administração - RA, já se o ROE aumentar, a ênfase nesse enfoque diminui, pois o indicador de Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido está acompanhado de sinal negativo. O indicador ML está associado ao enfoque Mercado com movimento no mesmo sentido, assim quanto maior a ML mais evidencia em mercado haverá no RA. Isso significa que quando o ROE é alto, a empresa acredita que as questões mercadológicas contribuíram positivamente para isso, já com a lucratividade o comportamento é inverso, se ela é ruim, a empresa tende a intensificar o Mercado, porém se a lucratividade for positiva, outros enfoque terão mais evidência no RA das empresas do Novo Mercado.

Tabela 64: Regressão em painel – Responsabilidade Social e Ambiental (efeitos aleatórios)

r^2 *within* =	0,0637		
between =	0,6436	Wald x^2 (7) =	207,30
Overall =	0,3373	Prob, > x^2=	0,000
		corr(u_i,Xb)=	0,000

(Erro padrão ajustado para 15 clusters na empresa)

Responsabilidade Social e Ambiental	Coeficiente	Robusto Erro Padrão	t	P > | t |	Intervalo de confiança 95%	
ROE	0,0618720	0,022717	2,72	0,006	0,017348	0,106396
ROA	-0,2187757	0,064837	-3,37	0,001	-0,345855	-0,091697
LC	-0,0143543	0,006771	-2,12	0,034	-0,027625	-0,001084
DIV	-0,0221820	0,036716	-0,60	0,546	-0,094145	0,049781
VND	-0,0011198	0,005278	-0,21	0,832	-0,011464	0,009225
ML	0,0945603	0,027116	3,49	0,000	0,041415	0,147706
GA	0,0228857	0,013851	1,65	0,098	-0,004262	0,050034
Intercepto	0,0961113	0,031456	3,06	0,002	0,034459	0,157763
sigma_u	0,0158849					
sigma_e	0,0355633					
Rho	0,1663268	(fração da variância devida a *u_i*)				

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

A ênfase em Responsabilidade Social e Ambiental - RSA tem influência dos indicadores Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido - ROE, Retorno sobre o Ativo - ROA, Liquidez Corrente - LC e Margem Líquida - ML. Os indicadores de desempenho ROE e ML estão associados ao enfoque com movimento no mesmo sentido, ou seja, quando estes indicadores aumentam, a empresa divulga mais informações sobre RSA. No entanto os indicadores ROA e LC tem comportamento oposto, pois estão acompanhados de sinal negativo. Para as empresas listadas no Novo Mercado, na medida em que ROA e LC são baixos, a ênfase em RSA é alta no Relatório da Administração. Observa-se que esse enfoque também tem grande influência do desempenho. Se a rentabilidade do sócio e lucratividade

forem positivos, a empresa busca mostrar ao usuário que a mesma tenta retornar à sociedade , por meio de ações sócio ambientais, todos recurso que recebe dela. Quanto ao ROA e LC percebe-se que o enfoque RSA pode ser utilizado para justificar números insatisfatórios ou ainda desviar a atenção do usuários para essas práticas.

Tabela 65: Regressão em painel – Fontes e Usos de Recursos (efeitos fixos)

r^2 *within* =	0,1638		
between =	0,0033	F(7,14) =	9,2
Overall =	0,0190	Prob, > F =	0,0003
		corr(u_i,Xb)=	-0,7429

(Erro padrão ajustado para 15 clusters na empresa)

Fontes e Usos de Recursos	Coeficiente	Robusto Erro Padrão	t	P > | t |	Intervalo de confiança 95%	
ROE	-0,0419099	0,134439	-0,31	0,760	-0,33025	0,246434
ROA	0,1292085	0,332130	0,39	0,703	-0,58314	0,841556
LC	0,0121721	0,012772	0,95	0,357	-0,01522	0,039564
DIV	-0,0014689	0,051963	-0,03	0,978	-0,11292	0,109981
VND	-0,0037661	0,007652	-0,49	0,630	-0,02018	0,012646
ML	-0,0443571	0,131581	-0,34	0,741	-0,32657	0,237855
GA	0,0635744	0,013850	4,59	0,000	0,03387	0,093280
Intercepto	0,0759181	0,042408	1,79	0,095	-0,01504	0,166875
sigma_u	0,0515793				Teste de *Chow*	F = 1,66
sigma_e	0,0396547					p < 0,1281
Rho	0,6285078	(fração da variância devida a *u_i*)				

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

Para o enfoque em Fontes e Usos de Recursos - FUR encontrou-se relação apenas com o Giro do Ativo, demonstrando que quando menor for esse indicador menos informações sobre FUR será divulgada no Relatório da Administração – RA e se este indicador aumentar haverá incremento de informações sobre fontes e usos de recursos no RA.

As empresas listadas no Nível 2 de Governança Corporativa integrantes da amostra não apresentaram numero suficiente de dados para aplicar a Regressão com dados em Painel, por isso não foram consideradas, sendo o teste aplicado somente com empresas do Nível 1 e do Novo Mercado.

Nível 1 GC								Novo Mercado GC							
	ROE	ROA	LC	DIV	VND	ML	GA		ROE	ROA	LC	DIV	VND	ML	GA
OPER		■	■	■		■		OPER	■	■				■	■
FC			■					FC							■
RES				■		■	■	RES							

FAT	■					■		FAT							
CE							■	CE	■	■		■		■	■
MERC								MERC	■					■	
RSA						■		RSA	■	■	■			■	
GC		■						GC							
TEC							■	TEC							
FUR			■					FUR							■

Quadro 16: Resumo comparativo empresa Nível 1 e Novo Mercado
Fonte: Elaborada pela autora

Na comparação entre empresas do Nível 1 e Novo Mercado de Governança Corporativa, percebe-se muitas semelhanças entre os dois grupos. Ambos tem o enfoque Operacional influenciado por quatro indicadores, bem como em nenhum deles o Crescimento das Vendas teve influência nos enfoques. Apesar disso, observa-se que o grupo de Nível 1 de Governança Corporativa apresentou que 90% dos enfoques foram influenciados por indicadores de desempenho enquanto que no Novo Mercado esse percentual caiu para 60%. Nesse sentido, apesar das semelhanças, não é possível aceitar a hipótese nula que prevê que não existe variação no enfoque informacional nos Relatórios da Administração, entre os diversos níveis de Governança Corporativa.

Observa-se com esse resultado que quando a análise é realizada internamente entre as empresas listadas nos níveis de GC, tem-se um resultado distinto daquele onde eram comparadas empresas com e sem governança, levando a perceber que empresas do Nível 1 tem influencia mais intensa que aquelas do Novo Mercado. Esse resultado é compatível com o estudo realizado por Schvirck e Gasparetto (2011) estudaram a relação entre a divulgação voluntária por segmento e Governança Corporativa antes do CPC 22. Os resultados encontrados demonstram que as companhias com maior nível de governança tendem a ter mais disposição à divulgação voluntária.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

5.1 CONCLUSÕES

A evidenciação tem sido alvo de inúmeros estudos na área de Ciências Sociais Aplicadas, principalmente em Administração e Ciências Contábeis. As informações podem ser divulgadas aos usuários por meio das Demonstrações Financeiras, Informações entre parênteses, Notas Explicativas, Quadros e Demonstrativos Suplementares, Comentários do Auditor e Relatório da Administração. Cada uma dessas formas de evidenciação tem suas características particulares e todas devem fornecer ao usuário as informações suficientes para embasar as melhores decisões. Todas as formas de evidenciação mencionadas são auditadas, exceto o Relatório da Administração, dando liberdade ao gestor de redigi-lo com base no julgamento das informações que ele considere mais importantes para a empresa.

Com base nas Características Qualitativas da Informação Contábil e nas formas de evidenciação, o presente estudo buscou Verificar se existe alteração no enfoque das informações apresentadas no Relatório da Administração, em virtude de variação no desempenho da empresa. Identificar também o comportamento da informação entre empresas com e sem Governança Corporativa.

Com intuito de responder a questão de pesquisa, quatro hipóteses de teste foram constituídas. Para que fosse possível aceitar ou rejeitar cada uma dessas hipóteses, os dados foram submetidos à ferramenta estatística denominada Regressão com Dados em Painel. Gujarati, (2006, p. 514) observa que os "dados em painel proporcionam dados mais informativos, mais variabilidade e menos colinearidade entre as variáveis, mais graus de liberdade e mais eficiência".

A primeira hipótese testada é a de que não existe relação entre os indicadores de desempenho, e o enfoque informacional do relatório de administração. Para evitar distorções em virtude de a amostra ser constituída por empresas financeiras e não financeiras, no teste da primeira hipótese foi analisado a principio todas as empresas e na sequencia o grupo dividido entre empresas financeiras e não financeiras.

Com a aplicação da Regressão com Dados em Painel observou-se que existe relação entre os indicadores de desempenho e os enfoques informacionais do Relatório da Administração. O Grupo que demonstrou sofrer mais influência é das Empresas Financeiras, onde 80% dos enfoques são influenciados por pelo menos um indicador. Isto posto, rejeita-se

a hipótese nula de que não existe relação entre indicadores de desempenho e enfoques informacionais do Relatório da Administração.

Como houve relação significativa entre indicadores de desempenho e enfoques informacionais, **a segunda hipótese testada foi que não existe variação no enfoque informacional dos relatórios de administração em situação de melhor ou pior desempenho.** Os grupos de Melhor e Pior Desempenho foram formados com base no escore proposto por Lyra e Corrar (2009) e para evitar erro de classificação, houve descarte das empresas do segundo tercil.

De acordo com o resumo comparativo entre empresas do grupo de Pior e Melhor Desempenho observou-se que ambos têm os enfoques informacionais influenciados pelos indicadores de desempenho. No primeiro grupo percebeu-se que o Retorno sobre o Patrimônio Líquido não exerce influência em nenhum enfoque informacional, enquanto que no segundo grupo este indicador tem relação significativa com três enfoques. Outro aspecto demonstrado é que o Endividamento e Giro do Ativo exercem influência apenas nos enfoques dos relatórios das empresas do grupo de Melhor Desempenho, já o indicador de crescimento das Vendas está associado com enfoques informacionais das empresas do grupo de Pior Desempenho. Ainda consta que o enfoque em Resultado não é influenciado por nenhum indicador nas empresas do grupo de Pior Desempenho enquanto que no grupo de Melhor Desempenho ele tem influência do Retorno sobre o Ativo, Liquidez Corrente e Margem Líquida. Considerando o exposto, rejeitou-se a hipótese nula de que não existe variação no enfoque entre empresas de pior e melhor desempenho.

Ao analisar as empresas classificadas como Pior e Melhor Desempenho, foi possível responder a primeira parte da questão de pesquisa que investiga se **o padrão informacional do Relatório de Administração das empresas altera-se em virtude da variação do desempenho?** Com base nesse resultado é possível reconhecer a existência de um padrão informacional para as empresas relacionado com o desempenho. Para as empresas classificadas no grupo de Pior Desempenho, existe um padrão de informação relacionado com os indicadores ROE e VND e com os enfoques Resultado, Responsabilidade Social e Ambiental e Governança Corporativa, visto que nenhum desses indicadores ou enfoques indicam influenciar ou receber influencia no Relatório da Administração. Em compensação os outros cinco indicadores e sete enfoques apresentam essa relação de influência. O padrão informacional das empresas do grupo de Melhor Desempenho, está relacionado com os indicadores VND e GA e com os enfoques Operacional, Fluxo de Caixa, Faturamento,

Conjuntura Econômica, Responsabilidade Social e Ambiental e Governança Corporativa, uma vez que estes indicadores e enfoques não influenciam e nem são influenciados. Já os indicadores ROE, ROA, LC, DIV e ML influenciam pelo menos um enfoque informacional e os enfoques Resultado, Mercado, Tecnologia e Fontes e Usos de Recursos são influenciados por até cinco indicadores. Dessa forma conclui-se que existe um padrão informacional vinculado com o desempenho empresarial.

Dando sequência na análise, **foi testada a terceira hipótese da pesquisa que relata que não existe variação no enfoque informacional dos relatórios de administração em empresas com ou sem Governança Corporativa.** A Governança Corporativa também tem sido amplamente discutida em virtude da proteção dos direitos dos acionistas, de forma com que estes obtenham retorno adequado dos seus investimentos. Espera-se que quanto maior o nível de Governança Corporativa, mais evidenciação a empresa faça. Não obstante, a evidenciação é um dos pilares que embasam a Governança Corporativa.

Ao analisar o resultado encontrado em empresas Sem e Com Governança Corporativa, observou-se que ambos os grupos tem seus enfoques influenciados pelos indicadores de desempenho. Percebe-se que no primeiro grupo a intensidade de influência dos indicadores sobre os enfoques é maior que no segundo grupo, uma vez que todos indicadores das empresas Sem Governança estão associados, na maioria deles com até três enfoques informacionais, enquanto que no grupo das empresas Com Governança existem indicadores que não apresentaram correlação com nenhum dos enfoques informacionais e aqueles que apresentaram, na maioria, foram com apenas um dos enfoques. Nesse sentido, não é possível aceitar a hipótese nula de que não existe variação nos enfoques informacionais de empresas Sem e Com Governança Corporativa.

Como a Governança Corporativa priva pela qualidade da informação disponibilizada aos gestores e dependendo do nível de governança que a empresa está enquadrada essa exigência é maior, a pesquisa verifica se o comportamento da informação segue o padrão definido por nível de Governança Corporativa, verificando se as empresas listadas no Novo Mercado têm comportamento informacional mais estável que os demais níveis de governança. Seguindo esse raciocínio, **a quarta hipótese propõe que não existe variação no padrão informacional dos relatórios de administração entre os três níveis de Governança Corporativa.** Em virtude das empresas inscritas no Nível 2 de Governança Corporativa serem em número bastante reduzido, não foi possível incluir esse grupo no teste da quarta hipótese, dessa forma testou se apenas o grupo inscrito no Nível 1 e no Novo Mercado.

Na comparação entre empresas do Nível 1 e Novo Mercado de Governança Corporativa, percebeu-se muitas semelhanças entre os dois grupos. Ambos têm o enfoque Operacional influenciado por quatro indicadores, bem como em nenhum deles o Crescimento das Vendas teve influência nos enfoques. Apesar disso, observa-se que o grupo de Nível 1 de Governança Corporativa apresentou que 90% dos enfoques foram influenciados por indicadores de desempenho enquanto que no Novo Mercado esse percentual cai para 60%. Nesse sentido, apesar das semelhanças, não é possível aceitar a hipótese nula que prevê que não existe variação no enfoque informacional nos Relatórios da Administração.

Observa-se com esse resultado que quando a análise é realizada internamente entre as empresas listadas nos níveis de GC, tem-se um resultado distinto daquele onde eram comparadas empresas com e sem governança, levando a perceber que empresas do Nível 1 tem influencia mais intensa que aquelas do Novo Mercado. Esse resultado é compatível com o estudo realizado por Schvirck e Gasparetto (2011) estudaram a relação entre a divulgação voluntária por segmento e Governança Corporativa antes do CPC 22. Os resultados encontrados demonstram que as companhias com maior nível de governança tendem a ter mais disposição à divulgação voluntária.

Ao analisar as duas últimas hipóteses é possível responder a segunda parte da questão de pesquisa que investiga se **existe diferença no padrão informacional do Relatório de Administração nos diversos níveis de Governança Corporativa em função do desempenho?** Com base nos resultados encontrados, é possível afirmar que sim, ou seja, quanto maior o nível de Governança Corporativa a empresa estiver inserida, menor será a influência que os enfoques receberão dos indicadores de desempenho. Diante do resultado do estudo percebe-se que as boas práticas de governança corporativa contribuem positivamente para a qualidade e transparência da informação disponibilizada aos diversos usuários.

A análise qualitativa dos dados demonstra que nem sempre a expressão mais repetida no Relatório da Administração é a que indica o enfoque de maior evidência. Em algumas situações percebe-se que a empresa utiliza expressões múltiplas que caracterizam um determinado enfoque, porém não repete essas expressões um grande número de vezes, provocando essa incompatibilidade entre expressão mais citada e enfoque mais intenso. Em outras empresas, porém, existe uma relação direta entre enfoque informacional e expressão mais citada.

5.2 LIMITAÇÕES DA PESQUISA

Por não serem encontradas referências científicas sobre quais expressões que representam cada enfoque, bem como das definições dos próprios enfoques, considera-se essa estruturação como uma limitação da pesquisa, visto que se outros enfoques forem considerados ou outras expressões forem relacionadas aos enfoques, é possível que um resultado diferente seja encontrado. Vale salientar que a definição tanto dos enfoques quanto das expressões deu-se em virtude da análise dos próprios Relatórios da Administração.

As análises foram realizadas sem considerar os ramos de atividades nos quais as empresas estavam inseridas e como o ramo de atividade influencia as expressões do Relatório da Administração, considera-se esse fato como sendo outra limitação do estudo.

5.3 SUGESTÕES PARA NOVAS PESQUISAS

Como o presente estudo não realizou a análise por ramo de atividade, recomenda-se que outros estudos sejam realizados considerando o ramo de atividade em que a empresa está inserida e verificar se existe diferença nos enfoques informacionais entre os ramos de atividades.

REFERÊNCIAS

ABE, Edson Roberto; FAMA, Rubens. A utilização da *duration* como instrumento de análise financeira: Um estudo exploratório do setor de eletrodoméstico. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 1, n°10, p. 1-12, 3° trimestre, 1999.

ALENCAR Roberta Carvalho de, LOPES, Alexsandro Broedel. Custo de Capital Próprio e o Nível de *Disclosure* nas empresas brasileiras. In CONGRESSO USP DE CONTABILIDADE E CONTROLADORIA, 5, 2005, São Paulo, **Anais...** São Paulo, 2005.

ANDERSON, David R.; SWEENEY, Dennis J.; WILLIAMS, Thomas A. **Estatística Aplicada à Administração e Economia.** 2 Ed.São Paulo: Cengage Learning, 2009.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 2 ed. São Paulo, Atlas, 2006.

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e análise de Balanços**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

ALENCAR Roberta Carvalho de. **Nível de *Disclosure* e Custo de Capital Próprio no mercado brasileiro.** 114f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade – FEA da Universidade de São Paulo, São Paulo,. 2007.

AMIHUD, Yakov; MENDELSON Haim. Asset pricing and de big-ask spread. **Journal of Financial Economics**. Amsterdan. v. 17, n.o 2, p.223-249, dezembro, 1986.

BAUM, Christopher F. **An Introduction to Modern Econometrics Using Stata**. Stata Press. (USA: Texas). 2006

BELKAOUI, A. **Behavioral accounting: the research and practical issues**. Quorum Books: 1989.

BEZERRA, Francisco Antônio; CORRAR, Luiz j. Utilização da Análise Fatorial na Identificação dos Principais Indicadores para a Avaliação do Desempenho Financeiro: uma aplicação nas empresas de Seguro. **Revista de Contabilidade & Finanças - RCF**, São Paulo, Ano XVII, v. 1, n° 42, p. 50-62, Set/Dez. 2006.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO, 2011. Disponível em: http://www.bmfBOVESPA.com.br/empresas/pages/empresas_governanca-corporativa.asp. Acesso em 25/01/11.

BOSCOV, Camila Pereira**. O enfoque gerencial na divulgação de informações por segmento.** 199 f**.** Dissertação (Mestrado em Contabilidade e Controladoria) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade – FEA da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2009.

BOTOSAN Christine. A *Disclosure* level and the cost equity capital. **The Accounting Rewiev.** V. 72, n.o 3, p. 323-349, Julho, 1997.

BOTOSAN Christine; PLUMLEE Marlene. A Re-examination of *Disclosure* level and the cost of equity capital. **Journal of Accounting Research**. Chicago, V. 40, n.o 1 p.21-40, março, 2002.

BRUNI, Adriano Leal. **Globalização financeira, eficiência informacional e custo de capital: uma análise das emissões de ADR's brasileiros no período de 1992-2001**. 188 f., 2002, Tese (Doutorado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade – FEA da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2002.

BUSHMAN, R. M.; SMITH, A.J. **Transparency, financial accounting information and corporate governance**. FRBNY. Economy Policy Review. 04/2003.

CAMERON, A. C.; TRIVEDI, P. K. **Microeconometrics using Stata**. Texas: Stata, 2009.

CARVALHO *et al. Disclosure* e risco operacional: uma abordagem comparativa em instituições financeiras que atuam no Brasil, na Europa e nos Estados Unidos**. Caderno de pesquisa em Administração.** V.39, n 3, p. 264-273, 2004.

CASTRO, Cláudio de Moura. **A Prática da Pesquisa.** 2 Ed. Pearson, São Paulo, 2010.

CERVO, Armando Luiz; BERVIAN, Pedro Alcino. **Metodologia Cientifica**. 4 Ed. São Paulo, Makron Books, 1996.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. Disponível em; < http://www.cvm.gov.br/indexpo.asp > Acesso em 15/12/2010.

COMITE DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **Pronunciamento Conceitual Básico – CPC 00**. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/pdf/pronunciamento _conceitual. pdf > Acesso em: 24/11/2010.

COOPER, Donald R.; SCHINDLER, Pamela S. **Métodos de pesquisa em administração.** 7 ed. Porto Alegre: Bookman, 2003.

COSTA JUNIOR, Jorge Vieira da. Uma Avaliação do Nível de Evidenciação das Companhias Abertas, no Brasil, no Tocante aos Instrumentos Financeiros. **Revista Contabilidade & Finanças – RCF**, São Paulo: n. 32, p. 23 - 39, Maio/Agosto 2003.

DANTAS, José Alves; ZENDERSKI, Humberto Carlos; NIYAMA, Jorge Katsumi. A dualidade entre os benefícios do *Disclosure* e a relutância das organizações em aumentar o grau de evidenciação. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 28., 2004, Curitiba, **Anais...** Curitiba: ANPAD 2004. CD-ROM.

DIAMOND, Douglas; VERRECCHIA, Robert. *Disclosure*, liquidity and the cost of capital. **Journal of Finance**. Cambridge. V. 46, n.o 4, p. 1325-1360, Setembro, 1991.

DYE, Ronald A. An Evaluation of "Essays on *Disclosure*" and the *Disclosure* Literature in Accounting. **Journal of Accounting and Economics**, n° 32, p. 181-235, 2001.

EGGE; Leo; ROUSSEAU, Ronald. **Introduction to informetrics: quantitative methods in Library**, **Documentation and Information Science**. Amsterdam: Elsevier Science, 1990.

ENG, L. L.; MAK, Y. T. Corporate governance and voluntary *Disclosure*. **Journal of Accounting and Public Policy**. V. 22, n.o 4, p. 325-345, 2003.

ESPEJO, M.M.S.; CRUZ, A.P.C.; LOURENÇO, R.L.; ANTONOVZ, T.;ALMEIDA, L.B. Estado da arte da pesquisa contábil: um estudo bibliométrico de periódicos nacional e internacionalmente veiculados entre 2003 e 2007**. Revista de Informação Contábil – RIC -** ISSN 1982-3967 - Vol. 3, n. 3, p. 94-116, Jul-Set/2009

FACHIN, Odilia. **Fundamentos de Metodologia**. 3 Ed. São Paulo, Saraiva, 2002.

FAMA, Eugene. Efficient Capital Markets II**. The Journal of finance.** Vol 46. n.o 5; p. 1.575-1.617. Chicago: University of Chicago. 1991.

FAMA, Eugene; JENSEN, Michael. Separation of ownership and control. **Journal of Law and economics**. V. 26, p. 301-325. 1983.

FERREIRA, Aurélio Buarque de Holanda. **Novo Dicionário da Língua Portuguesa**: 2 Ed. Revista e Aumentada; 32 Impressão, Rio de Janeiro, Editora Nova Fronteira S.A. 1986.

FIANI, Ronaldo. **Teoria dos Jogos: Com aplicações em Economia, Administração e Ciências Sociais**. 3 Ed. Campus, Rio de Janeiro: 2009.

FIELDS, Thomas D; LYS, Thomas Z; VICENT Linda. Empirical Research on an Accounting Choice. **Journal of Accounting and Economics**. V 31; p 255-307, 2001.

FINANCIAL Accounting Standards Board, Discussion Memorandum of the issues related to the *Conceptual framework for financial accounting and reporting: elements of financial statements and their measurement.* FASB, 2 Dez, 1976.

FREZATTI, Fabio. Management Accounting Profile of Firms Located in Brazil: a Field Study. **Brazilian Administration Rewiev - BAR**, v. 2, n. 1, art. 5, p. 73-87, Jan./Jun. 2005.

FROZZA, Cleonice Fátima; CASTRO NETO, José Luiz de; FERNANDES, Francisco Carlos. Desempenho Econômico das Empresas Catarinenses listadas na classificação setorial da BOVESPA no período de 2000-2003. **Revista Universo Contábil**, v 2, n.o 3, pgs. 25-43, 2006.

GIL, Antonio Carlos. **Métodos e Técnicas de Pesquisa Social**. 6 Ed. Atlas, São Paulo, 2009.

GIRIOLI, Lumila Souza. **Análise do uso de medidas de desempenho de empresas, presente nas pesquisa em contabilidade no Brasil.** 114 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade), Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo. Ribeirão Preto, 2010.

GITMAN, Lawrence. **Princípios de Administração Financeira**. 7 ed. São Paulo, Harbra, 1997.

GLOSTEN, Lawrence; MILGRON Paul. Bid ask and transaction prices in a specialist market with heteregeneously informed traders. **Journal of Financial Economics.** Amsterdan, v. 14, n.o 1. p.71-100, 1985.

GOMES, Alberto Albuquerque. Considerações sobre a Pesquisa Científica: uma busca de caminhos para a Pesquisa Científica. **Revista da Toledo.** Presidente Prudente, SP. v. 5 p. 61-81, nov. 2001.

GONÇALVES Odair; OTT Ernani. **A Evidenciação nas Companhias Brasileiras de Capital Aberto.** Anais do XXVI ENANPAD, Salvador 2002.

GONDRIGE, Enalto de Oliveira; ESPEJO, Márcia Maria dos Santos Bortolocci; CLEMENTE, Ademir; SILVA Wesley Vieira da. Fatores Explicativos do *Disclosure* Voluntário das Empresas Brasileiras de Capital Aberto sob a Perspectiva da Estrutura de Governança Corporativa e de Propriedade. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO – ENANPAD, 35., 2011, Rio de Janeiro, **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2011. CD-ROM**.**

GOULART, André Moura Cintra. **Evidenciação Contábil do Risco de Mercado por Instituições Financeiras no Brasil.** 202 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade – FEA da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2003.

GUJARATI, Damodar N. **Econometria Básica**. Rio de Janeiro: Campus, 2006.

HAIL Luzi, The impact of voluntary corporate *Disclosure*s on the *ex ante* cost of capital os Swiss firms. The **European Accounting Rewiev**. London. V. 11, n.o 4, p. 771-743, 2002.

HAIR, J. F. Jr., ANDERSON, R. E., TATHAN, R. L., BLACK, W.C.. **Análise multivariada de dados**. Porto Alegre: Bookman, 2005.

HEALY, Paul M., PALEPU, Krishna G. Information Asymmetry, corporate *Disclosure,* and the capital markets: A review of the empirical *Disclosure* literature. **Journal of Accounting of Economics**. 31, p. 405-440, 2001.

HENDRIKSEN, Eldon S. **Teoria da Contabilidade**. Eldon S. Hendriksen, Michael F. Van Breda; tradução de Antonio Zoratto Sanvicente – 1 ed. – 6 reimp – São Paulo: Atlas, 2007.

HOPE, Kristian. Firm-level *Disclosure*s and the Relative Roles of Culture and Legal Origin. **Journal of International Financial Managerial and Accounting.** V.14, n.3, p. 218-248. 2003.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA - IBGC – Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=18> Acesso em 24/01/2011.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA - IBGE: **Pesquisa Industrial 2002.** Disponível em:

http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/economia/industria/pia/empresas/emp2002.pdf Acesso em 06/02/2011.

IUDÍCIBUS, Sergio de. **Contabilidade Gerencial**. 4 ed. São Paulo: Atlas, 1987.

IUDÍCIBUS, Sergio de. **Teoria da Contabilidade**. 7 ed. São Paulo: Atlas, 2004.

IUDÍCIBUS, Sergio de. **Contabilidade Empresarial**. 15 ed. São Paulo: Atlas, 2010.

IUDÍCIBUS, Sergio de. *et al* **Manual da Contabilidade das Sociedades por Ações**. 8 ed. São Paulo: Atlas, 2010.

JENSEN, Michael C; MECKLING, William H. Theory of the firm; managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, Amsterdan, v.3, n4, p. 305-360, oct. 1976.

JENSEN, Michael. **A theory of the firm: governance, residual claims and organizational forms.** 1 ed. Harvard University Press. 320 p, 2001.

JIAMBALVO, James. **Contabilidade Gerencial.** Rio de janeiro. LTC, 2002.

KADER, Magdy Abdel and LUTHER, Robert**.** Management accounting practices in the British food and drinks industry. **British Food Journal,** v. 108, n.. 5, 2006.

KITAGAWA Carlos Henrique; RIBEIRO, Maísa de Souza. Governança Corporativa na América Latina: a relevância dos princípios da OCDE na integridade dos conselhos e autonomia dos conselheiros. **Revista Contabilidade & Finanças - RCF**, São Paulo, v. 20, n. 51, p. 61-76, Set/Dez, 2009.

LABATT, Sonia; WHITE, Rodney. **Environmental finance**. New York: Wiley, 2002.

LANZANA, Ana Paula. **A relação entre *Disclosure* e Governança Corporativa das empresas brasileiras**. 165 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade – FEA da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2004.

LIMA, Emanoel Marcos. **Análise comparativa entre o índice de *Disclosure* e a importância atribuída por *stakeholders* a informações consideradas relevantes para fins de divulgação em instituições filantrópicas de ensino superior no Brasil: uma abordagem da teoria da divulgação.** 201 f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade – FEA da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2009.

LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco de. **Utilização da Teoria da divulgação para avaliação da relação do nível de *Disclosure* com o custo da dívida das empresas brasileiras.** 108 f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade – FEA da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2007.

LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco de; LIMA, Iran; FAVERO, Luis Paulo; GALDI, Fernando Caio. Influência do *Disclosure* voluntário no custo de capital de terceiros. In CONGRESSO USP DE CONTABILIDADE E CONTROLADORIA, 7, 2007, São Paulo, **Anais...** São Paulo; FEA/USP, 2007. CD-ROM.

LOPES, Alexsandro; MARTINS, Eliseu. **Teoria da contabilidade**: **uma nova abordagem**. São Paulo: Atlas, 2005.

LYRA, Ricardo Luiz Wüst Corrêa de. **Análise hierárquica dos indicadores contábeis sob óptica do desempenho empresarial**. 171 f. Tese (Doutorado em Contabilidade) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade – FEA da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2008.

LYRA, Ricardo Luiz Wüst Corrêa de; CORRAR, Luiz João. A Percepção dos Docentes quanto os Indicadores Contábeis: Um Estudo Exploratório utilizando a técnica Delphi. III CONGRESSO IAAER – ANPCONT 2009, **Anais...** São Paulo, 2009. CD-ROM.

MACAGLAN, Cléa Beatriz. Evidenciação voluntária: fatores explicativos da extensão da informação sobre recursos intangíveis**. Revista Contabilidade & Finanças - RCF**, São Paulo, v. 20, n. 50, p. 46-61, Mai/Ago, 2009.

MACKINLAY Craig. *Event Studies in Economics and Finance*. **Journal of Economics Literature**. Vol 35. p. 13-39. Março – 1997.

MAGALHÃES, Antonio de Deus F. LUNKES, Irtes Cristina. **Sistemas Contábeis**: **O valor informacional da Contabilidade nas organizações**. São Paulo: Atlas, 2000.

MALACRIDA, Mara Jane Contrera, YAMAMOTO Marina Mitiyo**.** Governança Corporativa: Nível de Evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do IBOVESPA. **Revista Contabilidade e Finanças – RCF,** São Paulo, Edição Comemorativa , p. 65 - 79 • Setembro, 2006.

MARCONI, Marina de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. **Metodologia do Trabalho Científico.** 5. ed. São Paulo: Atlas, 2001.

MARION, José Carlos. **Contabilidade Básica**. 9 ed. São Paulo: Atlas, 2008.

MARION, José Carlos. **Análise das demonstrações contábeis**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2005.

MAROCO, João. **Análise Estatística**. 4 ed. Sílabo: Lisboa, 2010.

MARTINS, Gilberto de Andrade. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 3.a ed. São Paulo, 2002.

MARTINS, Gilberto de Andrade; THEÓPHILO, Carlos Renato. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. São Paulo: Atlas, 2007.

MATARAZZO, Dante C. **Análise Financeira de Balanços: Abordagem Básica e Gerencial**. 5ª Edição. São Paulo: Atlas, 1998.

MIRANDA, Luiz Carlos. MEIRA, Juliano Matos de; WANDERLEI, Cláudio de Araújo; SILVA, Ana Carolina Miranda da. Indicadores de desempenho empresarial divulgados por empresas norte-americanas. **Revista Vista & Revista**. v 14, n.o 2, Ago/2003.

MORAES, Romildo de Oliveira; SLOMSKI, Valmor; JUNQUEIRA, Emanuel Rodrigues. Análise do retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) das empresas que publicaram o balanço social no modelo Ibase no período de 2001 a 2005 a partir da abordagem da Teoria Institucional. **Revista da Associação Brasileira de Custos**. v II, n.o 3, set-dez, 2007.

MURCIA, F. D; SANTOS, A. Fatores determinantes do nível de *Disclosure* voluntário das companhias abertas no Brasil. In: III CONGRESSO IAAER – ANPCONT. **Anais...** São Paulo, 2009. CD-ROM.

NAKAMURA, Wilson T; GOMES Elizabeth A; ANTUNES, Maria Thereza P; MARÇAL Emerson F. **Estudo sobre os níveis de *Disclosure* adotado pelas empresas brasileiras e seu impacto no custo de capital**. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO – ENANPAD, 35., 2011, Rio de Janeiro, **Anais...** Rio de Janeiro: ENANPAD 26, 2006. CD-ROM**.**

NUNES, Tânia Cristina da Silva. **Indicadores contábeis como medida de risco e retorno diferenciados de empresas sustentáveis: Um estudo no mercado brasileiro.** 182 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade – FEA da Universidade de São Paulo. São Paulo. 2010

ORGANIZAÇÃO PARA COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO – OCDE – **O Princípio da OCDE sobre Governo das Sociedades. 2004**. Disponível em <http.www.browse.oecdbookshop.org/oecd/pdfs/browseit/260402UE.PDF>. Acesso em: 24/01/2010.

OKIMURA, Rodrigo Takashi. **Estrutura de Propriedade, Governança Corporativa, Valor e Desempenho das Empresas no Brasil**. 132 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade – FEA, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2003.

OTLEY, David. Did Kaplan and Johnson get it right? **Accounting, Auditing & Accountability Journal.** Vol. 21 No. 2, p. 229-239, 2008.

PADOVEZE, Clovis Luiz. **Contabilidade Gerencial**: **Um enfoque em sistemas de informação contábil.** 5 ed. São Paulo: Atlas, 2009.

PATEL Sandeep; BALIC Amra; BWAKIRA Liliane. Measuring transparency and *Disclosure* at firm-level in emerging markets. **Emerging Market Review** 3, p. 325-337. 2002.

PEREIRA, C. A. **Estudo de um modelo conceitual de avaliação de desempenhos para a gestão econômica.** 278 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade – FEA da Universidade de São Paulo. São Paulo, 1993.

PETERSEN, Mitchell A. Estimating standard errors in finance panel data sets: comparing approaches. **The Review of Financial Studies** v. 22, n.1, 2009.

PONTE, Vera Maria Rodrigues e OLIVEIRA, Marcelle Colares. A Prática da Evidenciação de Informações Avançadas e Não Obrigatórias nas Demonstrações Contábeis das Empresas Brasileiras. **Revista Contabilidade & Finanças - RCF**, São Paulo, n. 36, p. 7 - 20, Set/Dez, 2004.

PONTE, Vera Maria Rodrigues; OLIVEIRA Marcelle Colares; MOURA Héber; CARMO Renata Coelho de Almeida do. Análise das práticas de evidenciação de informações obrigatórias, não-obrigatórias e avançadas nas demonstrações contábeis das sociedades anônimas no Brasil: um estudo comparativo dos exercícios de 2002 e 2005. **Revista Contabilidade & Finanças - RCF** v.18 n.45, São Paulo, Set/Dez, 2007.

RIBEIRO, Maísa; MARTINS, Eliseu. A informação como instrumento de contribuição da contabilidade para a compatibilização no desenvolvimento no envolvimento econômico e a preservação do meio ambiente. **Caderno de Estudos da USP**. 4-13, 1993.

RICHARDSON, Roberto. Jarry. **Pesquisa Social – Métodos e Técnicas**. Editora Atlas. São Paulo, 3 Ed. 1999.

SALMASI, Silvia Vidal. **Governança Corporativa e o Custo do Capital Próprio no Brasil**. 130 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Porgrama de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade – FEA, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2007.

SANTOS**,** Raimundo Nonato Macedo dos**;** KOBASHI, Nair Yumiko. Bibliometria, Cientometria, Infometria: Conceitos e Aplicações. **Revista Brasileira da Ciência da Informação**, Brasília, v.2, n.1, p.155-172, Jan./Dez, 2009.

SCHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. A survey of corporate governance. **Journal of finance**. V. 52, n.o 2, p. 737-783,1997.

SCHVIRCK, Eliandro; GASPARETTO, Valdirene. Divulgação Voluntária de Informações por Segmento e Governança Corporativa antes da Vigência do CPC 22. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO – ENANPAD, 35., 2011, Rio de Janeiro, **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2011. CD-ROM**.**

SILVA, Ângelo Alves da. **Gestão Financeira: Um estudo acerca da contribuição da Contabilidade na gestão do capital de giro das médias e grandes indústrias de confecções do Estado do Paraná** Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade), Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade – FEA, Universidade de São Paulo, 183 p., São Paulo. 2002.

SILVEIRA, Alexandre di Miceli da. **Governança Corporativa, Desempenho e valor da empresa no Brasil.** 165 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Programa de Pós-Graduação em Administração, Faculdade de Administração, Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade – FEA da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2002.

SILVEIRA, Alexandre di Miceli da. . **Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade: Determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil.** 254 f. Tese (Doutorado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade – FEA da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2004.

SILVEIRA, Maria Mônica Macedo Torres; BEDREGAL, Benjamín René Callejas. Versão Intervalar para Sistemas de Inferência *Fuzzy*. **Revista Eletrônica da FARN**, Natal, v.l, n.2, p. 101 - 115 Jan./jun. 2002.

SOARES, Maria Aparecida. **Analise de Indicadores para avaliação de desempenho econômico-financeiro de operadoras de planos de saúde brasileiras: uma aplicação da análise fatorial.** 130 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade – FEA, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2006.

SOUTES, Olesczuk Dione: **Uma investigação do uso de artefatos da contabilidade gerencial por empresas brasileiras**. 116 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade – FEA da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2006.

TEIXEIRA, Sarah Chinarelli. **A relação entre a adoção de práticas recomendadas de Governança Corporativa e o nível de evidenciação**.113 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade – FEA, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2010.

THEÓPHILO, Carlos Renato; IUDICIBUS, Sérgio de. As Novas Abordagens Metodológicas na Pesquisa em Contabilidade Gerencial. **Cruzando Fronteras: Tendencia de Contabilidade Directiva para El Siglo XXI.** LEON, ESPANA, DE 4 6 Julho – 2001.

VERRECCHIA, Robert E. Essays on *Disclosure***. Journal of Accounting and Economics**, n° 32, p. 97-180, 2001.

YIN, Robert K. **Estudo de Caso: Planejamento e Métodos**. São Paulo, Bookman, 2001.

ZADEH, Lofti A. Fuzzy sets**. Information and Control**. 8: 338–353 1965.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Econometric analysis of cross section and panel data**. 2 Ed. Massachusetts Institute of Technology. (USA: Massachusetts). 2010.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Introductory Econometrics**. A modern approach. 2 Ed. Thomson South-Western. (USA:Ohio). 2003.

APÊNDICES

Apêndice I – Tabela dos Indicadores de Desempenho das Empresas

EMPRESAS	Ano	Retorno sobre o Patrimônio Líquido	Retorno sobre o Ativo	Liquidez Corrente	Composição do Endividamento	Crescimento das vendas	Margem Líquida	Giro do Ativo	Escore de Desempenho
Peso		**30,30%**	**19,30%**	**17,30%**	**11,10%**	**9,20%**	**7,20%**	**5,60%**	
ALL	2006	0,0312	0,0086	1,7500	0,1932	0,5880	0,0441	0,1942	0,403455
ALL	2007	0,0854	0,0225	1,1300	0,2850	0,2277	0,1023	0,2197	0,297961
ALL	2008	0,0708	0,015	1,4400	0,2486	0,1841	0,0704	0,2133	0,335013
ALL	2009	0,0083	0,0026	1,9900	0,1948	-0,015	0,0128	0,1997	0,379634
ALL	2010	0,0625	0,0192	1,6000	0,1949	0,0412	0,0871	0,2199	0,343453
AMBEV	2006	0,1456	0,0787	1,0000	0,4277	0,1037	0,1593	0,4941	0,328460
AMBEV	2007	0,1617	0,0794	0,9300	0,4791	0,1155	0,1433	0,5538	0,330346
AMBEV	2008	0,1771	0,0821	0,9200	0,5378	0,0637	0,1464	0,5608	0,336168
AMBEV	2009	0,2719	0,1493	1,2100	0,4769	0,1098	0,2581	0,5784	0,434542
AMBEV	2010	0,3102	0,1772	1,2200	0,5827	0,0879	0,2987	0,5912	0,466630
BMFBOVESPA	2008	0,0335	0,0316	1,8300	0,9584		0,404	0,0784	0,472700
BMFBOVESPA	2009	0,0447	0,0416	2,3900	0,7878	-0,0621	0,5864	0,0709	0,562967
BMFBOVESPA	2010	0,0590	0,0506	1,8000	0,4405	0,3996	0,5443	0,0929	0,469094
BRADESCO	2006	0,2051	0,0190	1,2200	0,6700	0,1341	0,1322	0,1439	0,381156
BRADESCO	2007	0,2638	0,0235	1,2200	0,6875	0,0884	0,1925	0,1219	0,400659
BRADESCO	2008	0,2224	0,0166	1,3900	0,5922	0,3849	0,1323	0,1268	0,428832
BRADESCO	2009	0,1919	0,0157	1,2500	0,6445	0,0918	0,1274	0,1243	0,373545
BRADESCO	2010	0,1965	0,0167	0,8100	0,6366	0,0610	0,1506	0,1167	0,296546
BRADESPAR	2006	0,2425	0,0955	1,9700	0,2143	0,1414	0,2182	0,4376	0,509731
BRADESPAR	2007	0,2813	0,022	1,4700	0,2411	0,0468	0,2958	0,4367	0,420610
BRADESPAR	2008	0,2282	0,0944	1,5000	0,3763	0,1178	0,2748	0,3436	0,438498
BRADESPAR	2009	0,1887	0,0857	1,2500	0,1951	-0,3124	0,3381	0,2536	0,321426
BRADESPAR	2010	0,2535	0,1247	1,7500	0,3431	0,7143	0,3645	0,3383	0,552616
BRASIL	2006	0,2912	0,0204	0,6900	0,8181	0,1148	0,165	0,1254	0,331814
BRASIL	2007	0,2085	0,0141	0,7400	0,8403	-0,7053	0,1241	0,114	0,237622
BRASIL	2008	0,2940	0,0169	0,8000	0,7695	0,4010	0,1541	0,1096	0,370283
BRASIL	2009	0,2809	0,0143	0,8200	0,7491	0,1507	0,1544	0,0928	0,343061
BRASIL	2010	0,2320	0,0159	0,8400	0,7357	0,2953	0,1629	0,0979	0,344726
PERDIGAO	2006	0,0557	0,0243	2,2700	0,466	0,0126	0,0225	1,0788	0,529195
PERDIGAO	2007	0,0996	0,0491	1,9400	0,5852	0,2733	0,0484	1,0138	0,525634
PERDIGAO	2008	0,0132	0,0048	1,9400	0,4334	0,7175	0,0048	1,0150	0,511849
BFR	2009	0,0092	0,0047	1,7800	0,4673	0,3961	0,0076	0,6186	0,435135
BFR	2010	0,0590	0,0290	1,7300	0,4029	0,4260	0,0355	0,8173	0,455003
CEMIG	2006	0,2285	0,0741	1,1100	0,3709	0,1755	0,1775	0,4171	0,369020
CEMIG	2007	0,2068	0,0715	1,3200	0,3789	0,0583	0,1694	0,4222	0,388081

CEMIG	2008	0,2018	0,0775	1,3200	0,3965	0,0629	0,1733	0,4474	0,391793
CEMIG	2009	0,1811	0,0645	1,0800	0,4693	0,0748	0,1590	0,4055	0,347292
CEMIG	2010	0,1968	0,0673	1,2600	0,2900	0,0990	0,1755	0,3833	0,365998
CIELO	2008	8,7629	0,6368	0,8900	0,8295		0,4847	1,3138	3,132577
CIELO	2009	1,7826	0,6157	1,2500	0,7370	0,1980	0,4460	1,3787	1,084550
CIELO	2010	1,5331	0,4851	1,2600	0,7824	0,1589	0,4582	1,0586	0,969871
CYRELA	2006	0,1243	0,0796	3,3600	0,6596	0,6211	0,217	0,367	0,800839
CYRELA	2007	0,2039	0,0894	2,5400	0,3755	0,5289	0,2473	0,3614	0,646839
CYRELA	2008	0,1309	0,0367	1,7300	0,5690	0,6678	0,0975	0,3768	0,498753
CYRELA	2009	0,1893	0,0691	1,7700	0,5930	0,4356	0,1784	0,3874	0,517342
CYRELA	2010	0,1463	0,0569	2,0900	0,5328	0,1963	0,1401	0,4061	0,526910
ECODIESEL	2006	-0,1096	-0,0820	11,750	0,2235	-0,6974	-0,7193	0,1139	1,898952
ECODIESEL	2007	-0,1216	-0,0651	1,3700	0,7105	5,3386	-0,1122	0,5804	0,782042
ECODIESEL	2008	-1,8891	-0,3945	0,8700	0,3799	0,0457	-0,5616	0,7026	-0,45274
ECODIESEL	2009	-0,2108	-0,1611	4,9800	0,3924	-0,0047	-0,2533	0,6359	0,827072
ECODIESEL	2010	-0,0334	-0,0173	1,3900	0,4987	0,1302	-0,0580	0,0538	0,293182
ELETROBRAS	2006	0,0149	0,0095	1,5200	0,2283	-0,0549	0,0591	0,1611	0,302876
ELETROBRAS	2007	0,0194	0,0128	1,6900	0,2735	0,1431	0,0689	0,1862	0,359630
ELETROBRAS	2008	0,0717	0,0444	1,7900	0,2737	0,3394	0,2041	0,2178	0,428462
ELETROBRAS	2009	0,0022	0,0013	1,9900	0,2462	-0,1334	0,0065	0,1947	0,371614
ELETROBRAS	2010	0,0362	0,0174	1,7900	0,2405	0,1457	0,0856	0,2029	0,381622
FIBRIA	2006	0,1282	0,0643	1,9000	0,3145	0,1104	0,1728	0,3718	0,458283
FIBRIA	2007	0,1486	0,0712	1,7700	0,3104	-0,1539	0,2606	0,2733	0,419341
FIBRIA	2008	-0,3171	-0,1024	0,7800	0,3153	-0,0686	-0,4381	0,2337	0,029327
FIBRIA	2009	0,0557	0,0197	1,4100	0,2047	1,2994	0,0930	0,2118	0,425433
FIBRIA	2010	0,0392	0,0200	1,8500	0,2163	-0,0864	0,0960	0,2083	0,370425
GAFISA	2006	0,0566	0,0308	3,9900	0,5027	0,3441	0,0694	0,4443	0,830699
GAFISA	2007	0,0742	0,0385	3,4000	0,4214	0,7657	0,0969	0,3973	0,764559
GAFISA	2008	0,0682	0,0198	2,8400	0,4066	0,4848	0,0632	0,3142	0,627686
GAFISA	2009	0,0918	0,0278	2,4200	0,3817	0,7366	0,0707	0,3931	0,589081
GAFISA	2010	0,1163	0,0460	3,0400	0,3498	0,2311	0,1118	0,3896	0,659993
GERDAU	2006	0,2891	0,1070	2,5600	0,3871	0,1069	0,1225	0,8733	0,661656
GERDAU	2007	0,2795	0,0857	2,3200	0,2356	0,3018	0,1161	0,7381	0,606199
GERDAU	2008	0,1954	0,0667	2,4500	0,2492	0,3689	0,0940	0,7097	0,604041
GERDAU	2009	0,0606	0,0252	2,9400	0,2134	-0,3667	0,0423	0,5953	0,558179
GERDAU	2010	0,1220	0,0573	2,5800	0,2208	0,1829	0,0783	0,7319	0,582325
GOL	2006	0,3310	0,1811	2,8500	0,5581	0,4245	0,1800	1,0058	0,798583
GOL	2007	0,1114	0,0466	1,4200	0,6449	0,3065	0,0541	0,8616	0,440335
GOL	2008	-0,9271	-0,1798	0,6200	0,4512	0,2904	-0,1930	0,9315	-0,09328
GOL	2009	0,3022	0,1022	1,0200	0,4243	-0,0650	0,1433	0,7133	0,379131
GOL	2010	0,0731	0,0236	1,6300	0,2706	0,1647	0,0307	0,7700	0,399214
ITAUSA	2006	0,3493	0,0209	1,4200	0,6418	0,1406	0,3573	0,5850	0,498192
ITAUSA	2007	0,2544	0,0133	1,3300	0,6533	0,1174	0,2843	0,0486	0,416248
ITAUSA	2008	0,1627	0,0042	1,3700	0,5972	0,1049	0,1716	0,0246	0,376792

ITAUSA	2009	0,1986	0,0064	1,3600	0,5996	0,2485	0,2031	0,0314	0,40249
ITAUSA	2010	0,1718	0,0182	1,2200	0,5868	0,2189	0,9567	0,019	0,421848
ITAUUNIBANCO	2006	0,1829	0,0206	1,3400	0,6416	0,4657	0,1449	0,1418	0,42365
ITAUUNIBANCO	2007	0,2925	0,0287	1,3200	0,6564	0,0804	0,2637	0,1090	0,427874
ITAUUNIBANCO	2008	0,1787	0,0123	1,3700	0,5999	1,0149	0,1205	0,1023	0,467895
ITAUUNIBANCO	2009	0,1986	0,0166	1,3900	0,5884	0,1852	0,1312	0,1261	0,402708
ITAUUNIBANCO	2010	0,1839	0,0172		0,5680	0,0768	0,1512	0,1136	0,146403
JBS	2006	-0,0148	-0,0064	1,7200	0,3350	0,1597	-0,0048	1,3346	0,418110
JBS	2007	-0,0540	-0,0195	1,2600	0,6995	2,2875	-0,0117	1,6739	0,578845
JBS	2008	0,0042	0,0016	1,6800	0,4997	1,1455	0,0009	1,8849	0,558693
JBS	2009	0,0077	0,0030	1,4800	0,3759	0,1309	0,0038	0,8075	0,358213
JBS	2010	-0,0141	-0,0059	1,5200	0,3749	0,6046	-0,0048	1,2364	0,423679
LOJAS_AMERIC	2006	0,3733	0,0287	1,2600	0,6939	0,3675	0,0032	0,8782	0,496876
LOJAS_AMERIC	2007	0,3556	0,0204	1,0700	0,7321	0,5146	0,0018	1,1344	0,489056
LOJAS_AMERIC	2008	0,3627	0,0177	1,2300	0,6382	0,2170	0,0167	1,0605	0,477499
LOJAS_AMERIC	2009	0,4000	0,0225	1,5800	0,4977	0,1950	0,0182	1,2352	0,542549
LOJAS_AMERIC	2010	0,5623	0,0387	1,3200	0,5970	0,1264	0,0330	1,1741	0,552227
MMX_MINER	2006	-0,0879	-0,0578	2,7300	0,6812		-10,028	0,0058	-0,21160
MMX_MINER	2007	0,4221	0,1919	1,4300	0,5916	21,233	3,7511	0,0512	2,704382
MMX_MINER	2008	1,3032	-0,3642	0,5600	0,5291	2,1966	-1,0279	0,2802	0,623959
MMX_MINER	2009	-0,7659	-0,1252	0,3100	0,5273	-0,4454	-0,5919	0,2116	-0,21582
MMX_MINER	2010	0,0163	0,0098	2,3600	0,6207	1,0038	0,0547	0,1791	0,590326
MRV	2006	0,1425	0,0340	1,4100	0,6395		0,1396	0,2433	0,388330
MRV	2007	0,0312	0,0225	3,4000	0,8402	3,1535	0,1114	0,2017	1,004696
MRV	2008	0,1489	0,0861	3,5400	0,5112	1,8917	0,2080	0,4141	0,943099
MRV	2009	0,1452	0,0796	2,6500	0,6483	0,4833	0,2109	0,3779	0,670581
MRV	2010	0,2212	0,0994	2,5200	0,4875	0,8336	0,2235	0,4448	0,693972
PDG_REALT	2006	0,0815	0,0404	2,6400	0,5415	-0,7248	0,1800	0,2235	0,508113
PDG_REALT	2007	0,0527	0,0278	3,6800	0,4046	3,7416	0,1289	0,2154	1,068455
PDG_REALT	2008	0,1236	0,0561	2,2300	0,4510	1,2323	0,1482	0,3792	0,629406
PDG_REALT	2009	0,1150	0,0554	2,2800	0,5372	0,6113	0,1704	0,325	0,586315
PDG_REALT	2010	0,1324	0,0513	2,7400	0,4455	1,6362	0,1510	0,3399	0,753925
PETROBRAS	2006	0,2658	0,1190	1,4000	0,4581	0,1583	0,1638	0,7524	0,465045
PETROBRAS	2007	0,1889	0,0909	1,1200	0,4336	0,078	0,1261	0,7377	0,374236
PETROBRAS	2008	0,2384	0,1129	1,0200	0,4139	0,2611	0,1533	0,7363	0,392719
PETROBRAS	2009	0,1817	0,0839	1,3200	0,3145	-0,1507	0,1586	0,5287	0,361679
PETROBRAS	2010	0,1147	0,0677	1,8800	0,2710	0,1673	0,1650	0,4102	0,453384
REDECARD	2006	4,5698	0,0279	1,0000	0,9824		0,6633	0,0421	1,722196
REDECARD	2007	1,3494	0,0522	1,0300	0,9937	1,9255	0,5410	0,0966	0,928941
REDECARD	2008	1,6545	0,0817	1,0400	0,9979	0,5900	0,5808	0,1406	0,911740
REDECARD	2009	1,9393	0,0799	1,0300	0,9987	0,1767	0,5755	0,1388	0,957540
REDECARD	2010	0,9996	0,0609	1,0500	0,9988	0,0804	0,5347	0,1139	0,659423
ROSSI_RESID	2006	0,0405	0,0293	3,7800	0,7035	0,0181	0,1063	0,2758	0,774719
ROSSI_RESID	2007	0,1121	0,0589	3,2300	0,4252	0,8143	0,1792	0,3293	0,757580

ROSSI_RESID	2008	0,0958	0,0412	3,0200	0,3182	0,6823	0,0962	0,4304	0,688560
ROSSI_RESID	2009	0,0955	0,0495	2,4000	0,5949	0,2750	0,1387	0,3566	0,574980
ROSSI_RESID	2010	0,1387	0,0614	2,4700	0,4788	0,5874	0,1401	0,4379	0,622984
SANTANDER	2006	0,1008	0,0078	0,9800	0,7065		0,1065	0,074	0,291821
SANTANDER	2007	0,1992	0,0159	1,0500	0,7137	0,9099	0,1279	0,1243	0,424177
SANTANDER	2008	0,0324	0,0046	1,1000	0,6077	1,1047	0,0521	0,0882	0,378783
SANTANDER	2009	0,0280	0,0053	1,0200	0,6855	0,1074	0,0537	0,0965	0,281209
SANTANDER	2010	0,1006	0,0197			0,2285	0,1805	0,1094	0,074428
SID_NACIONAL	2006	0,1906	0,0466	1,8400	0,2285	-0,0993	0,1291	0,3612	0,430816
SID_NACIONAL	2007	0,3875	0,1080	1,2300	0,3509	0,2655	0,2554	0,4229	0,456494
SID_NACIONAL	2008	0,8667	0,1833	1,9000	0,388	0,2239	0,4124	0,4446	0,744944
SID_NACIONAL	2009	0,4716	0,0891	2,6500	0,2175	-0,2160	0,2367	0,3764	0,660932
SID_NACIONAL	2010	0,3297	0,0666	3,5400	0,1486	0,3163	0,1741	0,3823	0,804711
TAM_S/A	2006	0,3836	0,1074	1,9000	0,5477	0,3002	0,0757	1,4211	0,639104
TAM_S/A	2007	0,0864	0,0197	1,8300	0,5463	0,1098	0,0158	1,2459	0,488220
TAM_S/A	2008	-2,1654	-0,1029	0,9600	0,3196	0,4421	-0,1284	0,801	-0,39814
TAM_S/A	2009	0,8214	0,1022	0,9800	0,3353	-0,0653	0,1356	0,7536	0,521324
TAM_S/A	2010	0,2546	0,0462	0,9000	0,4220	0,1493	0,0588	0,7869	0,350638
TELEMAR	2006	0,1462	0,0471	1,7600	0,3532	0,0074	0,0776	0,6071	0,437340
TELEMAR	2007	0,2211	0,0780	1,8500	0,4033	0,0422	0,1341	0,5812	0,492948
TELEMAR	2008	0,1204	0,0281	1,8400	0,3211	0,0655	0,0616	0,4562	0,431875
TELEMAR	2009	-0,0545	-0,0072	1,0900	0,3713	0,5949	-0,0146	0,4905	0,293029
TELEMAR	2010	0,0876	0,0233	1,1500	0,3502	-0,0134	0,0593	0,3923	0,293868
TIM_PART_S/A	2006	-0,0382	-0,0212	1,0700	0,6549	2,4665	-0,0298	0,7124	0,506805
TIM_PART_S/A	2007	0,0098	0,0052	1,0500	0,7414	0,2299	0,0061	0,8553	0,337405
TIM_PART_S/A	2008	0,0235	0,0111	0,9900	0,6959	0,0514	0,0138	0,8055	0,308608
TIM_PART_S/A	2009	0,0258	0,0123	1,1800	0,6286	0,0019	0,0164	0,7511	0,327523
TIM_PART_S/A	2010	0,2147	0,1142	1,1300	0,6275	0,1031	0,1530	0,7464	0,414537
USIMINAS	2006	0,2415	0,1326	2,3900	0,3754	-0,0480	0,2026	0,6543	0,600718
USIMINAS	2007	0,2543	0,1532	2,3800	0,4648	0,0601	0,2294	0,6679	0,629402
USIMINAS	2008	0,2145	0,1169	2,6900	0,3546	0,1361	0,2053	0,5695	0,651481
USIMINAS	2009	0,0782	0,0478	3,0400	0,3135	-0,3045	0,1132	0,4225	0,597435
USIMINAS	2010	0,0832	0,0494	3,4800	0,2761	0,1866	0,1222	0,4074	0,716211
VALE	2006	0,3435	0,1092	1,6300	0,2136	0,3325	0,2965	0,3682	0,503413
VALE	2007	0,3508	0,1505	1,0900	0,2721	0,4299	0,3089	0,4873	0,443192
VALE	2008	0,2210	0,1145	3,0100	0,2234	0,0900	0,3017	0,3797	0,685855
VALE	2009	0,1071	0,0583	2,2000	0,2348	-0,3124	0,2113	0,2760	0,452295
VALE	2010	0,2615	0,1417	1,7300	0,3192	0,7161	0,3655	0,3877	0,555212

Fonte: dados da pesquisa

Apêndice II – Formato das expressões para pesquisa de frequência no *software* Atlas Ti.

Operacional	Operacional:=Consumo de matéria*|capacidade|produ*|serviço*|escala|operações |manutenção|eficiência operaciona|fabric*|eficácia operacional
Fluxo de Caixa	Fluxo de caixa:=DFC|Depreciação|EBIT|EBITDA|fluxo* de caixa|geração de caixa|capital de giro|liquidez|LAJIDA|LAJIR
Resultado	Resultado:=criação de valor|desempenho|despesa*|diluição de custo* fixo*|econômico-financeiro|ganho*|Imposto de Renda|lucr*|margem bruta|margem líquida|margem operacional|otimização de custo*|performance| redução de custo*|rendimento*|rentabilidade|resultado*|retorno|geração de valor|valorização
Faturamento	Faturamento:=Receita*|venda*|revenda*
Conjuntura Econômica	Conjuntura Econômica:=ambiente econômico|cenário adverso|cenário financeiro|cenário mundial|crise|deflação|economia|governo|incentivo* governamenta*|inflação|oferta e demanda|preço*|recessão|geração de renda|risco*|taxa* de câmbio|taxa* de juro*
Mercado	Mercado:=Cliente*|comprador*|fornecedor*| comercialização|competitiv*| concorrên*|dinâmica* mercadológica*|exporta*|importa*|mercado*|segmento|território* geográfico*| usuário*| volatilidade da* aç*|viabilidade|contribuinte*
Responsabilidade Social e Ambiental	Responsabilidade Social e Ambiental:=Ambiental|arboriza*|assistência|Associação|benefíci*|bolsa *-auxílio|capacita*|carreira|colaborador*|coleta seletiva de lixo|Comprometimento|compromisso*|Conservação|consumo de água|cooperador*|creche*|Cultura*|curs*|portador* de necessidade* especia*|desenvolvimento profissional|desmatamento|direito* humano*|ecoeficiência|Educa*|desigualdade social|ensino fundamental|ensino médio|equipe*|Escola*|esport*|estagi*|Inclusão digital||matéria* recicláve*|plano de cargo*| política* pública*|pré-escola|projeto* comunitário*|Projeto* Sócia*|qualificação profissional|responsabilidade social|poluição|saúde| sociedade*|socioambienta*|sustenta*|treinamento
Governança	

Corporativa	Governança Corporativa:=Acionista*|auditor*|boas práticas|diálogo|Comitê*|comunicação|Conduta|confia*|Conselho de Administração|Conselho Fiscal|Controle* Interno*|*Disclosure*|Dividendo*|Divulgação|Ética|executivo*|transparen*|Governança Corporativa|Investidor*|Lei *Sarbanes-Oxley*|*SOX*|melhores práticas|minoritária*|Nível 1|Nível 2|Novo Mercado|Ouvidoria|princípios e valores|relacionamento|riqueza*|Segurança|Evidenciação
Tecnologia	Tecnologia:=inovaç*|tecnologi*|digital|computador*|automatiza*|Tecnologia da Informação|TI|Internet|Pesquisas e Desenvolvimento|P&D
Fontes e Usos de Recursos	Fontes e Usos de Recursos:= |Dívida*|aquisiç*|Capital Próprio|Capital de terceiros|aumento* de aç* ordinária*|aumento* de aç* preferência*|captação|empréstimo*|endividamento|participação|Novos negócios|novas lojas|novas marcas|Novos produtos|ampli*|expansão|fusões|fusão|diversificação|evolu*|financimento*|Investimento*

Apêndice III – Tabela referente Participação dos Enfoques do Relatório da Administração

Empresas/Ano	Total de palavras do RA	Expressão mais repetida	Quantidade da expressão mais repetida	Expressão mais repetida - %	Quantidade de expressões totais encontradas	OPERACIONAL - OPER	FLUXO DE CAIXA - FC	RESULTADO - RES	FATURAMENTO - FAT	CONJUNTURA ECONÔMICA - CE	MERCADO - MERC	RESPONSABILIDADE SOCIAL E AMBIENTAL - RSA	GOVERNANÇA CORPORATIVA - GC	TECNOLOGIA - TC	FONTES E USOS DE RECURSOS - FUR	ENFOQUE PREDOMINANTE
ALL_06	4613	Investimento	29	11,60	250	17,60	5,60	14,80	5,20	2,00	15,20	8,00	11,60	2,00	18,00	FUR
ALL_07	3787	Produção	22	10,14	217	17,51	7,83	19,35	4,61	2,30	13,82	5,99	9,22	1,84	17,51	RES
ALL_08	2758	EBITDA	18	10,47	172	17,44	11,05	14,53	4,65	3,49	15,70	7,56	12,79	1,16	11,63	OPER
ALL_09	2529	Produção	15	10,71	140	20,00	8,57	12,14	6,43	6,43	11,43	11,43	10,71	1,43	11,43	OPER
ALL_10	3039	Mercado	21	10,94	192	12,50	7,81	15,63	5,73	0,00	22,92	9,90	10,94	0,52	14,06	MERC
AMBEV_06	4624	Produção	39	10,60	368	13,32	7,88	24,73	16,30	1,63	9,78	4,08	10,87	0,27	11,14	RES
AMBEV_07	4454	Despesa	36	10,23	352	10,80	10,80	27,27	16,48	4,55	7,95	3,69	9,38	0,85	8,24	RES
AMBEV_08	4683	Despesa	32	8,79	364	10,99	9,62	25,82	15,11	7,42	6,87	2,47	10,71	1,65	9,34	RES
AMBEV_09	1818	Conselho	14	12,39	113	15,93	0,00	10,62	4,42	3,54	4,42	4,42	43,36	3,54	9,73	GC
AMBEV_10	36303	Resultado	186	10,87	1711	4,38	4,27	31,09	9,76	8,59	5,61	7,07	10,52	0,18	18,53	RES
BMFBOVESPA_08	10631	Mercado	105	18,42	570	9,12	1,40	5,79	3,33	13,86	25,79	9,65	19,65	1,40	10,00	MERC
BMFBOVESPA_09	14335	Mercado	132	16,58	796	6,91	0,50	8,17	3,89	10,93	24,37	11,06	21,48	1,76	10,93	MERC
BMFBOVESPA_10	12233	Mercado	121	18,01	672	5,06	1,04	9,23	3,27	10,57	28,57	6,55	20,09	1,64	13,99	MERC
BRADESCO_06	14725	Mercado	69	8,52	810	13,83	0,74	5,93	1,48	5,43	16,54	17,53	20,86	4,44	13,21	GC
BRADESCO_07	13559	Mercado	65	7,55	861	10,34	0,93	4,18	1,39	5,57	15,21	16,38	17,89	17,89	10,22	GC/TEC
BRADESCO_08	14326	Mercado	72	8,98	802	12,47	1,25	6,48	2,49	5,74	17,33	18,08	18,45	5,11	12,59	GC
BRADESCO_09	17028	Mercado	72	7,63	944	12,61	0,95	6,46	1,80	4,77	13,67	19,28	24,36	5,61	10,49	GC
BRADESCO_10	16526	Mercado	72	7,77	927	13,70	0,76	6,58	1,73	5,18	16,94	19,42	16,72	4,96	14,02	RSA
BRADESPAR_06	3527	Acionista	23	11,22	205	5,85	1,95	22,93	6,34	0,00	10,24	1,95	33,66	0,00	17,07	GC
BRADESPAR_07	3404	Acionista	22	11,28	195	4,10	2,05	20,51	6,15	0,00	12,31	2,56	35,90	0,00	16,41	GC
BRADESPAR_08	3404	Acionista	26	13,98	186	4,30	2,15	12,90	5,38	1,08	15,05	2,15	39,25	0,00	17,74	GC
BRADESPAR_09	3340	Acionista	28	12,73	220	3,64	3,64	18,64	4,55	2,73	10,45	4,09	36,82	0,00	15,45	GC
BRADESPAR_10	3234	Mercado	25	11,52	217	5,53	3,23	25,35	5,07	1,38	15,67	0,92	21,20	0,00	21,66	RES

BRASIL_06	9958	Mercado	72	11,04	652	11,66	1,38	5,06	2,76	8,74	24,69	13,34	11,81	4,29	16,26	MERC
BRASIL_07	8169	Mercado	52	12,26	424	8,96	1,65	12,97	3,07	11,08	20,28	10,14	14,62	3,07	14,15	MERC
BRASIL_08	6868	Mercado	49	12,50	392	7,40	2,30	14,80	2,81	9,44	20,92	11,22	14,29	2,04	14,80	MERC
BRASIL_09	8639	Mercado	57	11,61	491	8,76	1,83	12,02	3,26	9,37	21,59	7,33	13,85	2,85	19,14	MERC
BRASIL_10	13671	Mercado	62	8,50	729	9,74	1,37	10,15	2,06	7,82	16,60	18,93	15,36	5,90	12,07	RSA
BRF_06	6483	Mercado	70	14,31	489	14,31	2,45	17,79	13,91	7,36	22,29	6,13	7,16	0,61	7,98	MERC
BRF_07	8191	Produção	85	12,46	682	14,96	16,72	14,22	9,53	6,74	16,42	2,49	5,57	0,59	12,76	FC
BRF_08	9244	Produção	94	13,93	675	14,96	2,81	17,04	11,26	8,74	18,22	6,52	7,70	1,04	11,70	MERC
BFR_09	5313	Mercado	51	11,62	439	12,07	3,19	25,74	10,71	8,66	20,96	5,01	7,06	0,46	6,15	RES
BFR_10	8764	Mercado	65	11,02	590	13,73	4,58	20,51	8,64	6,78	17,97	6,61	9,83	1,02	10,34	RES
CEMIG_06	19420	Risco	49	4,74	1034	7,45	0,87	13,25	5,80	7,93	16,73	13,44	17,02	3,09	14,41	GC
CEMIG_07	22221	Risco	55	5,24	1050	9,24	0,95	13,52	5,62	8,57	10,86	16,48	17,52	4,00	13,24	GC
CEMIG_08	22241	Investimento	63	6,36	991	9,38	1,92	13,32	6,36	8,68	10,49	15,44	14,93	2,93	16,55	FUR
CEMIG_09	20887	Investimento	53	5,64	940	8,40	0,85	13,51	7,98	7,98	8,51	15,64	15,11	2,13	19,89	FUR
CEMIG_10	13874	Risco	42	6,31	666	6,76	1,05	14,11	7,96	10,36	11,26	7,96	18,02	3,45	19,07	FUR
CIELO_08	4329	Receita	48	24,12	199	19,60	0,50	6,03	25,63	6,03	10,05	16,58	9,55	1,51	4,52	FAT
CIELO_09	3385	Receita	27	14,14	191	14,14	0,00	17,80	15,71	2,62	7,85	13,09	21,47	1,57	5,76	GC
CIELO_10	3652	Receita	16	8,42	190	10,00	3,68	16,84	11,05	1,58	10,00	8,42	31,05	0,53	6,84	GC
CYRELA_06	2184	Venda	21	15,22	138	2,90	3,62	24,64	30,43	0,00	16,67	2,90	5,07	0,00	13,77	FAT
CYRELA_07	2148	Receita	15	10,95	137	9,49	5,84	27,74	22,63	2,92	8,03	5,11	8,03	0,00	10,22	RES
CYRELA_08	1794	Mercado	10	9,35	107	8,41	1,87	14,95	14,02	15,89	16,82	1,87	14,95	0,00	11,21	MERC
CYRELA_09	4136	Venda	43	19,55	220	6,82	1,82	21,82	32,27	5,45	10,45	3,64	5,00	0,91	11,82	FAT
CYRELA_10	5251	Venda	56	20,90	268	14,18	3,73	20,90	34,70	6,72	7,84	1,12	2,99	0,37	7,46	FAT
ECODIESEL_06	5886	Produção	61	17,89	341	23,46	0,29	9,09	8,50	3,81	16,13	14,08	9,97	1,17	13,49	OPER
ECODIESEL_07	6988	Produção	78	20,91	373	24,66	1,07	7,77	8,85	8,31	15,55	12,60	10,72	1,34	9,12	OPER
ECODIESEL_08	1453	Mercado	18	23,08	78	12,82	5,13	11,54	6,41	8,97	34,62	8,97	3,85	0,00	7,69	MERC
ECODIESEL_09	1451	Produção	13	16,88	77	22,08	2,60	15,58	10,39	6,49	9,09	2,60	14,29	1,30	15,58	OPER
ECODIESEL_10	1066	Mercado	15	21,13	71	16,90	0,00	22,54	4,23	1,41	29,58	1,41	12,68	1,41	9,86	MERC
ELETROBRAS_06	12528	Resultado	29	5,49	528	6,82	2,84	14,02	3,22	9,66	11,74	13,45	15,91	2,08	20,27	FUR
ELETROBRAS_07	15840	Mercado	32	5,33	600	9,33	0,17	11,00	1,67	12,67	10,83	16,00	13,67	1,83	22,83	FUR
ELETROBRAS_08	19674	Merc/ invest	40	5,46	732	6,01	0,96	9,56	2,05	6,97	13,39	21,45	16,67	3,55	19,40	RSA
ELETROBRAS_09	21306	Investimento	40	4,93	811	8,51	0,37	10,60	2,96	5,92	10,23	22,32	17,51	3,70	17,88	RSA

ELETROBRAS_10	13162	Investimento	31	5,56	558	6,45	0,54	12,37	1,79	8,24	10,93	18,64	22,40	1,08	17,56	GC
FIBRIA_06	1824	Produção	15	10,71	140	13,57	3,57	19,29	9,29	7,86	15,00	2,86	11,43	0,71	16,43	RES
FIBRIA_07	2241	Produção	14	9,03	155	14,19	2,58	27,10	10,97	4,52	9,68	4,52	12,26	1,29	12,90	RES
FIBRIA_08	2155	Mercado	11	7,91	139	12,95	0,72	18,71	9,35	8,63	11,51	4,32	12,95	1,44	19,42	FUR
FIBRIA_09	3370	Mercado	20	7,78	257	13,23	1,17	13,62	8,17	12,06	13,23	10,51	11,67	1,17	15,18	FUR
FIBRIA_10	4265	Mercado	25	8,93	280	8,57	1,43	15,00	8,57	2,50	14,29	12,50	21,07	3,21	12,86	GC
GAFISA_06	633	Mercado	5	20,00	25	20,00	4,00	4,00	4,00	4,00	28,00	8,00	8,00	0,00	20,00	MERC
GAFISA_07	993	Auditoria	14	19,18	73	17,81	1,37	15,07	6,85	1,37	17,81	4,11	26,03	0,00	9,59	GC
GAFISA_08	872	Auditoria	14	28,57	49	20,41	0,00	6,12	12,24	4,08	14,29	2,04	32,65	0,00	8,16	GC
GAFISA_09	1345	Auditoria	14	21,54	65	16,92	4,62	13,85	13,85	4,62	10,77	1,54	27,69	0,00	6,15	GC
GAFISA_10	2952	Venda	16	12,80	125	9,60	1,60	7,20	15,20	2,40	12,80	12,00	20,00	4,80	14,40	GC
GERDAU_06	7610	Produção	44	9,00	489	13,70	2,25	12,07	5,11	3,68	8,59	16,16	19,43	0,82	18,20	GC
GERDAU_07	1227	Auditoria	9	12,33	73	13,70	0,00	16,44	2,74	0,00	12,33	6,85	27,40	0,00	20,55	GC
GERDAU_08	1212	Auditoria	8	12,70	63	11,11	1,59	14,29	1,59	0,00	12,70	7,94	34,92	0,00	15,87	GC
GERDAU_09	821	Auditoria	9	20,93	43	6,98	0,00	4,65	2,33	0,00	16,28	11,63	41,86	0,00	16,28	GC
GERDAU_10	7147	EBITDA	34	7,85	433	11,55	10,85	17,55	11,78	2,08	8,31	6,93	14,78	1,15	15,01	RES
GOL_06	3969	Auditoria	16	7,24	221	14,93	1,36	11,31	1,81	2,71	11,31	14,03	30,32	2,71	9,50	GC
GOL_07	6306	Mercado	30	8,50	353	15,30	1,13	11,05	1,98	3,12	15,86	8,78	25,21	3,40	14,16	GC
GOL_08	4034	Serviço	22	10,05	219	17,35	0,46	12,33	3,20	4,11	12,79	10,96	22,83	5,02	10,96	GC
GOL_09	3118	Auditoria	20	10,42	192	15,63	1,04	11,46	3,65	3,13	13,02	11,46	27,08	2,08	11,46	GC
GOL_10	4495	Serviço	21	9,68	217	19,35	0,92	11,06	2,76	3,23	14,29	16,59	21,20	1,38	9,22	GC
ITAUSA_06	4829	Investimento	22	7,51	293	10,92	2,73	13,31	4,10	6,14	14,68	15,36	12,97	1,37	18,43	FUR
ITAUSA_07	5907	Mercado	29	7,49	387	13,95	1,81	12,92	3,88	6,46	16,02	16,54	11,63	1,03	15,76	RSA
ITAUSA_08	5129	Receita	19	5,72	332	12,35	3,01	9,34	7,83	7,23	14,46	18,67	14,46	1,51	11,14	RSA
ITAUSA_09	4206	Serviço	20	6,83	293	13,99	2,05	12,29	6,83	6,14	10,92	17,41	13,31	7,51	9,56	RSA
ITAUSA_10	8744	Receita	28	6,02	465	10,97	1,94	15,91	8,82	4,09	13,55	14,41	14,41	3,01	12,90	RES
ITAUUNIBANCO_06	5915	Auditoria	42	12,96	324	8,95	0,31	6,17	1,54	9,88	14,51	13,27	29,01	1,85	14,51	GC
ITAUUNIBANCO_07	6621	Auditoria	44	11,70	376	7,45	0,53	9,31	1,86	11,97	13,83	13,83	26,33	0,53	14,36	GC
ITAUUNIBANCO_08	6382	Auditoria	62	16,27	381	6,82	0,26	4,72	0,52	9,19	13,39	21,00	35,96	0,26	7,87	GC
ITAUUNIBANCO_09	5019	Auditoria	47	15,99	294	5,44	0,00	9,86	0,68	8,50	10,20	22,11	35,03	0,34	7,82	GC
ITAUUNIBANCO_10	5523	Mercado	29	9,97	291	9,28	0,00	13,75	2,06	7,90	21,65	15,46	13,75	2,06	14,09	MERC
JBS_06	7171	Produção	87	17,19	506	23,12	0,79	7,91	8,89	7,71	26,88	10,28	3,16	0,20	11,07	MERC

JBS_07	5679	Produção	54	16,12	335	22,69	2,69	6,57	3,88	1,79	24,48	10,15	13,73	0,30	13,73	MERC
JBS_08	2865	Produção	25	12,95	193	23,32	3,11	6,74	1,04	3,11	15,54	13,47	20,73	0,00	12,95	OPER
JBS_09	12098	Produção	139	21,92	634	29,02	0,95	5,05	3,31	6,94	29,50	8,83	8,20	0,32	7,89	MERC
JBS_10	12325	Produção	52	10,51	495	4,85	7,68	28,28	17,37	0,81	16,57	6,87	7,88	4,65	5,05	RES
LOJAS_AMERIC_06	5611	Receita	23	7,10	324	8,33	5,56	16,36	11,73	2,47	14,51	6,17	14,51	2,47	17,90	FUR
LOJAS_AMERIC_07	6006	Cliente	24	7,08	339	12,68	5,60	15,93	11,50	2,36	14,45	7,08	11,50	4,13	14,75	RES
LOJAS_AMERIC_08	6942	Resultado	32	8,12	394	11,68	4,57	20,30	12,44	2,28	15,48	6,85	9,64	5,58	11,17	RES
LOJAS_AMERIC_09	8178	Receita	37	8,31	445	10,56	6,07	16,40	13,26	3,37	16,18	5,84	10,11	4,94	13,26	RES
LOJAS_AMERIC_10	12325	Resultado	52	10,51	495	4,85	7,68	28,28	17,37	0,81	16,57	6,87	7,88	4,65	5,05	RES
MMX_MINER_06	2920	Produção	14	13,73	102	23,53	0,00	12,75	0,98	4,90	9,80	6,86	28,43	0,00	12,75	GC
MMX_MINER_07	5877	Produção	35	14,96	234	23,08	1,28	12,39	2,99	2,56	10,68	5,13	17,09	0,43	24,36	FUR
MMX_MINER_08	6361	Produção	46	12,78	360	20,28	0,56	11,39	5,28	8,61	14,72	9,17	10,83	0,00	19,17	OPER
MMX_MINER_09	4882	Mercado	34	13,03	261	15,71	4,60	11,88	8,43	4,98	19,92	3,07	13,79	0,00	17,62	MERC
MMX_MINER_10	3169	Mercado	20	11,63	172	14,53	2,91	8,72	9,88	6,40	15,70	6,40	21,51	0,00	13,95	MERC
MRV_06	897	Acionista	7	13,73	51	3,92	0,00	17,65	1,96	0,00	17,65	9,80	37,25	0,00	11,76	GC
MRV_07	5162	Despesa	28	8,28	338	6,21	2,96	27,51	11,54	2,96	10,36	13,91	14,50	0,59	9,47	RES
MRV_08	3640	Lucro	16	7,02	228	8,33	0,88	22,81	11,40	1,75	12,72	7,46	24,12	1,75	8,77	GC
MRV_09	6056	Mercado	30	7,79	385	11,17	2,08	15,32	7,53	5,71	15,84	11,17	20,52	1,82	8,83	GC
MRV_10	7389	Venda	30	7,67	391	5,88	1,53	15,09	11,00	3,84	13,04	11,00	12,53	3,58	22,51	FUR
PDG_REALT_06	1926	Desp/venda	9	8,74	103	10,68	3,88	19,42	13,59	0,97	12,62	4,85	7,77	0,00	26,21	FUR
PDG_REALT_07	5665	Investimento	29	9,15	317	8,20	4,42	17,67	13,88	6,94	14,20	4,42	8,83	0,00	21,45	FUR
PDG_REALT_08	2736	Mercado	15	9,09	165	10,30	0,00	16,36	8,48	9,09	16,36	9,70	11,52	0,00	18,18	FUR
PDG_REALT_09	7619	Receita	40	11,17	358	4,19	5,31	17,04	18,99	6,70	11,73	4,75	8,10	0,00	23,18	FUR
PDG_REALT_10	6190	Receita	33	12,04	274	4,01	3,28	26,28	18,61	1,46	9,12	4,01	10,95	0,36	21,90	RES
PETROBRAS_06	26003	Produção	210	15,09	1392	20,69	0,43	9,99	4,81	6,68	14,15	12,79	14,30	2,01	14,15	OPER
PETROBRAS_07	22941	Produção	172	14,35	1199	20,10	0,08	6,92	3,67	5,67	16,85	15,76	14,85	2,25	13,84	OPER
PETROBRAS_08	27735	Produção	211	14,18	1488	21,30	0,81	10,62	3,90	6,12	15,66	12,70	11,83	1,68	15,39	OPER
PETROBRAS_09	22108	Produção	203	18,03	1126	28,06	0,71	11,10	2,31	7,37	15,10	6,93	9,95	1,69	16,79	OPER
PETROBRAS_10	22795	Produção	190	22,30	852	31,34	1,41	9,27	4,46	5,16	15,61	7,98	7,51	2,70	14,55	OPER
REDECARD_06	1126	Auditoria	4	8,33	48	10,42	0,00	18,75	0,00	6,25	12,50	12,50	20,83	4,17	14,58	GC
REDECARD_07	3173	Receita	25	18,38	136	16,91	0,00	16,91	18,38	6,62	9,56	13,97	11,03	0,74	5,88	FAT
REDECARD_08	4364	Receita/auditor	35	12,96	270	9,26	0,37	18,52	14,07	9,26	6,30	5,93	32,96	0,00	3,33	GC

REDECARD_09	3841	Serviço	27	11,49	235	15,32	0,00	15,32	10,64	5,11	9,36	11,49	25,96	2,98	3,83	GC
REDECARD_10	2026	Mercado	15	12,61	119	10,08	0,84	12,61	7,56	4,20	18,49	16,81	21,01	1,68	6,72	GC
ROSSI_RESID_06	1002	Mercado	11	20,75	53	5,66	1,89	18,87	13,21	3,77	30,19	0,00	13,21	0,00	13,21	MERC
ROSSI_RESID_07	1189	Venda	10	10,87	92	11,96	6,52	14,13	14,13	0,00	23,91	5,43	9,78	2,17	11,96	MERC
ROSSI_RESID_08	1042	Segmento	11	16,67	66	6,06	4,55	9,09	15,15	3,03	31,82	4,55	7,58	0,00	18,18	MERC
ROSSI_RESID_09	1340	Segmento/venda	11	13,10	84	8,33	7,14	10,71	13,10	3,57	23,81	5,95	14,29	1,19	11,90	MERC
ROSSI_RESID_10	2026	Mercado	15	12,61	119	10,08	0,84	12,61	7,56	4,20	18,49	16,81	21,01	1,68	6,72	GC
SANTANDER_06	2951	Risco/resultado	10	6,76	148	13,51	0,68	20,27	3,38	10,14	13,51	13,51	14,19	1,35	9,46	RES
SANTANDER_07	3679	Risco	23	10,75	214	14,49	1,87	11,21	1,40	14,02	18,22	10,28	16,36	0,00	12,15	MERC
SANTANDER_08	5324	Risco	35	13,01	269	9,29	2,23	21,93	3,35	14,87	10,78	10,78	15,99	1,12	9,67	RES
SANTANDER_09	8804	Risco	60	15,42	389	9,51	0,77	11,83	1,54	19,02	14,40	10,03	22,62	0,51	9,77	GC
SANTANDER_10	6966	Risco	65	20,12	323	7,74	0,93	9,29	0,00	24,46	15,17	8,36	22,60	0,93	10,53	CE
SID_NACIONAL_06	9491	Produção	92	16,00	575	24,87	4,00	10,43	5,22	3,48	16,87	6,43	14,61	0,70	13,39	OPER
SID_NACIONAL_07	10342	Produção	113	17,04	663	24,28	3,62	14,03	4,22	4,83	14,63	7,69	12,67	0,60	13,42	OPER
SID_NACIONAL_08	15125	Produção	147	15,71	936	20,51	2,78	10,15	5,88	11,22	14,96	10,36	12,93	0,43	10,79	OPER
SID_NACIONAL_09	15509	Produção	172	17,86	963	23,36	1,87	9,97	4,88	9,55	15,58	10,49	12,77	0,73	10,80	OPER
SID_NACIONAL_10	18457	Produção	153	16,65	919	22,20	5,98	11,43	8,16	6,86	21,44	11,53	6,53	0,87	5,01	OPER
TAM_S/A_06	5091	Mercado	29	10,66	272	13,24	1,47	13,60	6,62	4,78	22,06	10,29	19,85	0,74	7,35	MERC
TAM_S/A_07	5859	Mercado	36	13,48	267	13,48	1,50	14,61	8,24	5,24	23,60	9,74	13,86	0,75	8,99	MERC
TAM_S/A_08	3073	Mercado	17	13,71	124	9,68	1,61	21,77	7,26	4,03	17,74	7,26	17,74	0,00	12,90	RES
TAM_S/A_09	3906	Serviço	18	10,59	170	17,65	0,00	17,65	8,82	8,82	18,82	1,76	15,88	3,53	7,06	MERC
TAM_S/A_10	3971	Receita	14	10,85	129	17,83	0,00	18,60	14,73	3,88	17,05	8,53	7,75	3,10	8,53	RES
TELEMAR_06	6767	Serviço	51	11,21	455	14,73	0,88	6,59	4,18	3,96	12,53	18,24	18,02	8,13	12,75	RSA
TELEMAR_07	10452	Serviço	58	8,32	697	11,33	1,00	7,17	5,02	4,45	15,78	21,23	17,22	6,17	10,62	RSA
TELEMAR_08	13723	Serviço	61	7,46	818	10,64	1,22	7,58	4,52	2,57	16,75	20,17	16,26	5,99	14,30	RSA
TELEMAR_09	15552	Serviço	107	11,76	910	16,15	1,10	8,24	5,27	4,07	15,16	17,25	16,15	5,05	11,54	RSA
TELEMAR_10	15585	Serviço	79	8,45	935	13,05	2,46	6,20	3,21	5,35	14,65	17,86	17,65	6,31	13,26	RSA
TIM_PART_S/A_06	7795	Cliente	69	15,54	444	9,91	2,03	10,36	7,43	2,03	31,76	9,46	11,49	5,18	10,36	MERC
TIM_PART_S/A_07	8401	Serviço	83	17,01	488	20,08	1,64	11,07	6,97	3,07	20,90	9,63	11,68	6,97	7,99	MERC
TIM_PART_S/A_08	9976	Serviço	98	15,68	625	17,92	2,72	9,92	7,84	2,56	24,96	9,92	8,64	6,88	8,64	MERC
TIM_PART_S/A_09	11317	Serviço	72	12,74	565	15,75	1,24	6,90	4,78	4,25	28,32	12,04	13,10	5,31	8,32	MERC
TIM_PART_S/A_10	13316	Cliente	81	11,49	705	14,18	0,71	7,38	5,96	4,96	30,35	9,36	11,77	5,11	10,21	MERC

USIMINAS_06	6806	Mercado	56	12,07	464	15,73	2,59	15,73	4,96	4,31	21,12	12,72	10,34	0,43	12,07	MERC
USIMINAS_07	8409	Produção	80	13,38	598	17,39	1,84	16,56	6,69	4,52	17,39	13,55	9,70	0,00	12,37	OPER/MERC
USIMINAS_08	8919	Mercado	56	8,68	645	14,88	2,64	15,19	6,05	4,81	14,57	14,57	9,46	1,40	16,43	FUR
USIMINAS_09	6123	Mercado/produ	39	8,84	441	12,24	4,31	18,14	12,02	7,03	13,15	9,30	10,66	0,68	12,47	RES
USIMINAS_10	8100	Produção	61	11,53	529	13,80	4,35	17,58	8,13	5,67	15,69	7,94	11,15	0,57	15,12	RES
VALE_06	4206	Produção	32	12,08	265	16,98	5,66	15,85	3,02	6,79	13,96	4,53	6,79	0,38	26,04	FUR
VALE_07	4973	Produção	41	11,99	342	15,79	5,56	8,77	3,22	12,87	11,11	7,89	8,77	1,17	24,85	FUR
VALE_08	4294	Investimento	21	8,94	235	13,19	8,09	7,66	3,83	11,06	15,32	6,81	7,23	3,40	23,40	FUR
VALE_09	6516	Produção	32	11,43	280	16,07	5,36	15,00	2,86	6,43	12,50	4,29	6,43	6,43	24,64	FUR
VALE_10	21430	Produção	124	10,59	1171	17,76	6,32	13,58	11,44	12,64	8,45	4,10	7,34	1,37	16,99	OPER